

Alma mater studiorum – Università di Bologna

DOTTORATO DI RICERCA IN  
DIRITTO EUROPEO  
*curriculum* Diritto ed economia europea

Ciclo XXVIII

Settore concorsuale di afferenza: 12/B1 – Diritto Commerciale

Settore scientifico disciplinare: IUS/04 – Diritto Commerciale

L'ORIZZONTE DI LUNGO PERIODO  
DELLE IMPRESE DI ASSICURAZIONE VITA

*Quo vadis?* Le principali sfide tra un contesto di bassi tassi di interesse e la  
prospettiva di unione dei mercati dei capitali

Presentata da Elena Zingaretti

Coordinatore Dottorato

Relatore

Chiar.ma Prof.ssa Claudia Golino

Chiar.mo Prof. Marco Lamandini

Esame finale anno 2017

[PAGINA VOLUTAMENTE LASCIATA IN BIANCO]

# **L'ORIZZONTE DI LUNGO PERIODO DELLE IMPRESE DI ASSICURAZIONE VITA**

*Quo vadis?* Le principali sfide tra un contesto  
di bassi tassi di interesse e la prospettiva  
di unione dei mercati dei capitali

## **Abstract**

Il presente lavoro prende in esame il tema delle imprese di assicurazione vita e, segnatamente, indaga l'orizzonte di lungo periodo dell'attività svolta sul mercato assicurativo europeo.

Lo studio è condotto in un'*escalation* di tre principali fasi: quella della nascita delle assicurazioni (**Capitolo I** – L'evoluzione storica delle assicurazioni), quella del nuovo regime di vigilanza prudenziale del settore assicurativo *Solvency II* (**Capitolo II** – Il nuovo regime di vigilanza prudenziale *Solvency II*) e quella dell'impresa di assicurazione vita (**Capitolo III** – L'impresa di assicurazione vita nell'orizzonte di lungo periodo). Quest'ultima fase è stata concepita in triplice prospettiva finalizzata a fornire una dimensione, per quanto possibile, completa dell'orizzonte di lungo periodo dell'impresa di assicurazione vita.

Ciò è avvenuto tramite lo studio dell'impresa di assicurazione vita in quanto operante sul mercato, considerando i prodotti offerti e gli investimenti effettuati (**Capitolo III – Sezione I**: Analisi sui prodotti e investimenti). L'impresa di assicurazione vita è stata studiata poi nell'ambito del contesto di riferimento caratterizzato da bassi tassi di interesse, in un'ottica microprudenziale e macroprudenziale (**Capitolo III – Sezione II**: L'impresa di assicurazione vita nel contesto di riferimento: riflessioni di natura microprudenziale e macroprudenziale). L'analisi si è infine conclusa con lo studio dell'impresa di assicurazione nell'ambito della cosiddetta *capital markets union* (**Capitolo III – Sezione III**: L'impresa di assicurazione e l'unione dei mercati dei capitali).

[PAGINA VOLUTAMENTE LASCIATA IN BIANCO]

*A Filippo,  
che ci ha creduto sempre  
e ancora prima di me*

[PAGINA VOLUTAMENTE LASCIATA IN BIANCO]

# **L'ORIZZONTE DI LUNGO PERIODO DELLE IMPRESE DI ASSICURAZIONE VITA**

*Quo vadis?* Le principali sfide tra un contesto  
di bassi tassi di interesse e la prospettiva  
di unione dei mercati dei capitali

## **Indice**

Abstract.....	iii
Executive summary.....	xi

<b>Capitolo I - L'evoluzione storica delle assicurazioni .....</b>	<b>21</b>
1. La nascita dell'assicurazione nel Medioevo (dal V al XV secolo) .....	21
1.1. La nascita dell'assicurazione.....	24
2. L'età del Mercantilismo (dal XVI al XVIII secolo) .....	27
2.1. Le prime forme assicurative .....	29
2.1.1. L'assicurazione contro gli incendi .....	29
2.1.2. L'assicurazione sulla vita.....	30
2.2. I Lloyd's .....	32
3. Gli effetti dello sviluppo industriale nel settore assicurativo (dal XVIII al XIX secolo).....	33
3.1. Le assicurazioni marittime in Inghilterra .....	34
3.2. Le assicurazioni nel territorio italiano.....	35
4. Le assicurazioni private e le assicurazioni sociali (dal XIX al XX secolo) ...	38
4.1. Le assicurazioni private.....	39
4.2. Le assicurazioni sociali .....	41
4.2.1. Le assicurazioni sociali in Italia.....	43
5. Le assicurazioni nel mondo contemporaneo (dal XX al XXI secolo).....	45
5.1. L'espansione dell'attività assicurativa .....	45
5.2. I principali modelli di capitalismo .....	47

5.3.	Le assicurazioni sociali e <i>Welfare State</i> .....	49
5.3.1.	La previdenza sociale in Italia .....	51
5.4.	Il contesto competitivo di riferimento .....	53
5.4.1.	Accenni di diritto comunitario: <i>Solvency 0</i> e <i>Solvency I</i> .....	54
	Bibliografia .....	58
 <b>Capitolo II - Il nuovo regime di vigilanza prudenziale <i>Solvency II</i></b> .....		63
1.	Introduzione .....	63
2.	L'evoluzione normativa dei regimi di solvibilità .....	64
2.1.	Da <i>Solvency I</i> a <i>Solvency II</i> .....	66
2.2.	Gli obiettivi e i principi di <i>Solvency II</i> .....	70
2.3.	La struttura e i principali impatti di <i>Solvency II</i> .....	70
3.	Il nuovo regime di vigilanza prudenziale <i>Solvency II</i> .....	72
3.1.	La quantificazione e la <i>governance</i> dei rischi .....	72
3.1.1.	La quantificazione dei rischi .....	73
3.1.1.1.	I rischi di un'impresa di assicurazione .....	73
3.1.1.2.	Il bilancio secondo le logiche di <i>Solvency II</i> .....	77
3.1.1.3.	I requisiti di capitale .....	84
3.1.1.3.1.	Il <i>Solvency Capital Requirement</i> .....	85
3.1.1.3.2.	Il <i>Minimum Capital Requirement</i> .....	91
3.1.1.3.3.	Il periodo di <i>recovery</i> .....	92
3.1.2.	La <i>governance</i> dei rischi .....	93
3.1.2.1.	Il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi .....	95
3.1.2.1.1.	Il processo di gestione dei rischi .....	102
3.1.2.1.2.	Il sistema di <i>governance</i> del Modello Interno .....	104
3.1.2.1.3.	L'esternalizzazione .....	107
3.1.2.1.4.	I soggetti e gli organi che amministrano l'impresa o che svolgono funzioni chiave .....	108
3.1.2.2.	Il sistema di qualità dei dati .....	110
3.1.2.3.	L'Own Risk Solvency Assessment .....	113
3.2.	La trasparenza dei rischi .....	117
	Bibliografia .....	122



<b>Capitolo III - L'impresa di assicurazione vita nell'orizzonte di lungo periodo .</b>	
.....	125
Introduzione .....	125
 <b>Sezione I - L'impresa di assicurazione vita: analisi sui prodotti e investimenti</b>	
.....	129
1. L'impresa di assicurazione vita .....	129
1.1. L'assicurazione sulla vita .....	131
1.2. Le obbligazioni delle parti .....	140
1.3. Il <i>business</i> vita in Europa .....	141
1.3.1. Il campione .....	142
1.3.2. I premi vita.....	143
1.3.3. Le riserve tecniche vita .....	147
1.4. Gli investimenti.....	150
1.4.1. Gli investimenti delle imprese di assicurazione vita .....	152
1.4.2. Le gestioni separate .....	156
1.4.3. <i>Litterature review</i> .....	160
1.4.4. Il campione .....	162
1.4.5. I dati .....	163
1.4.6. Le principali imprese di assicurazione vita italiane.....	169
Bibliografia .....	187
 <b>Sezione II - L'impresa di assicurazione vita nel contesto di riferimento: riflessioni di natura microprudenziale e macroprudenziale</b>	
.....	191
1. Introduzione.....	191
2. Il contesto di riferimento .....	192
3. Le misure intraprese dalle imprese di assicurazione vita in ottica microprudenziale .....	201
4. Le imprese di assicurazione vita in un'ottica macroprudenziale.....	202
4.1. Le imprese di assicurazione vita e il rischio sistemico .....	202
4.1.1. Attività non tradizionali e non assicurative .....	205
4.1.2. Prociclicità nei portafogli di investimento.....	208

4.1.3.	Vulnerabilità a uno scenario sfavorevole combinato.....	210
4.1.4.	Concentrazione del portafoglio di investimento .....	213
4.1.5.	Adeguati livelli di capitalizzazione e riservazione .....	214
4.2.	Le sfide delle imprese di assicurazione vita in un'ottica macroprudenziale .....	215
4.2.1.	Le misure correttive del mercato e delle Autorità di Vigilanza	216
4.2.2.	Gli obiettivi da perseguire in ottica macroprudenziale .....	217
5.	Gli elementi chiave per monitorare gli effetti del contesto di riferimento ...	223
	Bibliografia .....	225

<b>Sezione III - L'impresa di assicurazione e l'unione dei mercati dei capitali.....</b>	<b>229</b>
1. Introduzione.....	229
2. Il quadro generale .....	230
2.1. La libertà di circolazione dei capitali .....	230
2.2. L'unione dei mercati dei capitali.....	231
2.2.1. L'integrazione finanziaria.....	232
3. Il settore assicurativo .....	236
3.1. Il ruolo delle imprese di assicurazione nei mercati dei capitali .....	236
3.2. Alcune misure per l'unione dei mercati dei capitali .....	237
3.2.1. Gli investimenti in infrastrutture.....	237
3.2.2. La cartolarizzazione nel settore assicurativo .....	240
3.2.3. Gli investimenti <i>cross border</i> .....	242
3.2.4. La creazione di un sistema di risanamento e risoluzione.....	244
4. Considerazioni conclusive.....	246
Bibliografia .....	249
Bibliografia complessiva .....	251

# **L'ORIZZONTE DI LUNGO PERIODO DELLE IMPRESE DI ASSICURAZIONE VITA**

*Quo vadis?* Le principali sfide tra un contesto  
di bassi tassi di interesse e la prospettiva  
di unione dei mercati dei capitali

## **Executive summary**

Il presente lavoro prende in esame il tema delle imprese di assicurazione vita e, segnatamente, indaga l'orizzonte di lungo periodo dell'attività svolta sul mercato assicurativo europeo.

Lo studio è condotto in un'*escalation* di tre principali fasi: quella della nascita delle assicurazioni (**Capitolo I** – L'evoluzione storica delle assicurazioni), quella del nuovo regime di vigilanza prudenziale del settore assicurativo *Solvency II* (**Capitolo II** – Il nuovo regime di vigilanza prudenziale *Solvency II*) e quella dell'impresa di assicurazione vita (**Capitolo III** – L'impresa di assicurazione vita nell'orizzonte di lungo periodo). Quest'ultima fase è stata concepita in triplice prospettiva finalizzata a fornire una dimensione, per quanto possibile, completa dell'orizzonte di lungo periodo dell'impresa di assicurazione vita.

Ciò è avvenuto tramite lo studio dell'impresa di assicurazione vita in quanto operante sul mercato, considerando i prodotti offerti e gli investimenti effettuati (**Capitolo III – Sezione I**: Analisi sui prodotti e investimenti). L'impresa di assicurazione vita è stata studiata poi nell'ambito del contesto di riferimento caratterizzato da bassi tassi di interesse, in un'ottica microprudenziale e macroprudenziale (**Capitolo III – Sezione II**: L'impresa di assicurazione vita nel contesto di riferimento: riflessioni di natura microprudenziale e macroprudenziale). L'analisi si è infine conclusa con lo studio dell'impresa di assicurazione nell'ambito della cosiddetta *capital markets union* (**Capitolo III – Sezione III**: L'impresa di assicurazione e l'unione dei mercati dei capitali).

Nel **Capitolo I** sono state analizzate l'assicurazione e l'impresa di assicurazione fino dalla loro nascita, con riferimento al loro importante ruolo nel tessuto sociale di riferimento. L'evoluzione del contesto finanziario ha portato significativi cambiamenti anche nel settore assicurativo che, dapprima deregolamentato, lasciato a regole aleatorie non scritte o clausole contrattuali talvolta non del tutto

lecite, si è sviluppato consentendo una migliore e rafforzata tutela degli assicurati e stabilità del settore assicurativo e finanziario.

Gli studiosi erano soliti associare l'origine dell'assicurazione – intesa come nell'epoca contemporanea quale un accordo che consenta il trasferimento di un rischio a un soggetto terzo a fronte del pagamento di un premio in denaro – al Medioevo, intorno al Trecento.

Tuttavia, già secoli prima si avviavano le basi per l'assicurazione. In Grecia, si sviluppavano le associazioni con finalità religiose che sostenevano finanziariamente i membri nelle spese funerarie dei propri familiari data la loro onerosità. A Roma, le associazioni assistenziali erano civili – *collegia tenuiorum* – o militari – *collegia militum* – aventi lo scopo di fornire sostegno economico alla famiglia del defunto. Le origini dell'assicurazione erano considerate come evoluzione della scommessa, ovvero come una miglioria del cosiddetto contratto di prestito a cambio marittimo.

Nel XV secolo si iniziava a regolare l'attività assicurativa per la prima volta tramite interventi legislativi che avevano finalità di ordine pubblico. Il primo *corpus* normativo omogeneo e organico relativo alle assicurazioni veniva introdotto con le Ordinanze di Barcellona intorno alla metà del 1400, che stabilivano gli elementi fondamentali dell'accordo assicurativo. A seguito dell'epoca medioevale, l'assicurazione si sviluppava sia a livello organizzativo e territoriale sia con riferimento alla gamma dei servizi offerti. Venivano istituite le prime imprese di assicurazione di tipo moderno sotto forma di società o di associazioni mutualistiche.

Durante l'età del Mercantilismo (dal XVI al XVIII secolo) l'assicurazione marittima rimaneva predominante e iniziavano a prendere piede altre forme assicurative, come l'assicurazione contro gli incendi e sulla vita.

Lo sviluppo industriale degli anni seguenti dava un importante impulso all'evoluzione del settore assicurativo. L'assicurazione riguardante la navigazione marittima veniva affiancata dall'assicurazione contro gli incendi delle fabbriche e a copertura dei rischi sul lavoro a favore degli operai. Nascevano altresì le assicurazioni sociali che garantivano coperture assicurative in caso di danni derivanti dal lavoro.

A partire dalla metà del XX secolo, si assisteva a trasformazioni economiche e sociali rilevanti che portavano a maggiori consumi di beni e servizi da parte della popolazione. L'incremento demografico e il miglioramento del tenore di vita stimolavano la crescita e lo sviluppo del settore assicurativo. Si sviluppavano le assicurazioni sanitarie private, specialmente nei Paesi in cui l'assistenza pubblica garantiva livelli molto bassi di servizio a favore di una parte limitata di popolazione. I cambiamenti della struttura della popolazione, in cui si alzava l'età

media, e le ingenti spese del sistema sanitario nazionale, facevano emergere esigenze di modifica del sistema previdenziale.

A livello europeo, vi era l'esigenza di fornire una linea guida di disciplina del settore assicurativo, che consentisse di omogeneizzare, per quanto possibile, le diverse regolamentazioni nazionali in materia. Con riferimento al mercato assicurativo europeo, il primo passo veniva compiuto dal regime cosiddetto *Solvency 0* introdotto dalle Direttive europee degli anni Settanta che avevano l'obiettivo di armonizzare il settore assicurativo all'interno dell'Unione europea, autorizzando le imprese di assicurazione con sede legale in uno Stato membro a operare, mediante proprie succursali, agenzie, filiali, in un altro Stato membro dell'Unione europea.

Successivamente, veniva introdotto il regime cosiddetto *Solvency I* tramite le Direttive del 2002. Tale intervento normativo, pur rappresentando una forte innovazione per il settore assicurativo rispetto all'assetto precedente, presentava alcuni limiti non trascurabili. In particolare, non erano considerati né valutati i rischi cui l'impresa di assicurazione era esposta, non teneva conto dei rischi specifici di ogni singola impresa di assicurazione. Infatti, in base all'approccio *Solvency I*, due imprese di assicurazione avevano un medesimo livello di rischiosità a parità di premi e di sinistri. Invece, come sarà considerato con *Solvency II*, queste due tipologie di imprese possono portare all'interno del proprio *business* differenti livelli di rischiosità. Inoltre, tale regime di vigilanza era orientato a determinare requisiti di tipo quantitativi, tralasciando ogni previsione normativa attinente all'ambito del sistema di governo, di controllo interno e di gestione dei rischi.

La fase di revisione della disciplina *Solvency I*, che avrebbe portato all'introduzione del nuovo regime di vigilanza prudenziale cosiddetto *Solvency II*, seguiva i lineamenti definiti nell'ambito della cosiddetta Procedura Lamfalussy.

Al **Capitolo II**, l'analisi conduce quindi al nuovo regime di vigilanza prudenziale *Solvency II*, introdotto a livello europeo con la Direttiva 2009/138/CE, pienamente in vigore dal 1° gennaio 2016, che rappresenta l'ultimo gradino attualmente disponibile della regolamentazione assicurativa a livello europeo. Il nuovo regime rappresenta un'importante opera di *level playing field* della regolamentazione assicurativa a livello europeo in ragione del fatto che interviene in luogo a numerose Direttive europee (n.14) che lasciavano ampia discrezionalità di recepimento agli Stati membri. Inoltre, *Solvency II* è considerato fortemente innovativo per la struttura introdotta a tre pilastri della regolamentazione, in cui il Pilastro 1 disciplina la quantificazione dei rischi, il Pilastro 2 la *governance* dei rischi e il Pilastro 3 la trasparenza dei rischi. Di seguito si riportano i principali aspetti innovativi di ciascun pilastro.

Nell'ambito del Pilastro 1, sono previsti criteri valutativi del bilancio basati su un approccio *market consistent*. Ciò significa in particolare che il valore delle attività e delle passività di un'impresa di assicurazione rappresenta nel continuo una grandezza di mercato, consentendo una migliore comparabilità tra le imprese operanti nel settore in termini di solidità e solvibilità patrimoniale. Non mancano tuttavia aspetti negativi derivanti da questo tipo di approccio, quali ad esempio l'eccessiva volatilità del bilancio e prociclicità degli investimenti. Con *Solvency II* la dotazione di capitale necessaria per sviluppare il *business* non è più definita sulla base di parametri fissi, bensì secondo un approccio di tipo *risk-based* basato su scenari predefiniti, la cosiddetta Formula Standard, e/o su modelli interni appositamente sviluppati dalle imprese di assicurazione e approvati dall'Autorità di Vigilanza. Sono previsti due livelli di requisiti di capitale, il *Solvency Capital Requirement* e il *Minimum Capital Requirement*, l'inosservanza dei quali determina l'attivazione di procedure di *recovery*.

Con riferimento al Pilastro 2, esso stesso rappresenta un aspetto di innovazione di *Solvency II*. La struttura di *governance* diventa un prerequisito necessario ai fini della solvibilità dell'impresa di assicurazione. Ciò significa che con *Solvency II* il profilo di rischio di un'impresa di assicurazione non è più considerato in una logica settoriale e quantitativa, divisa per aree verticali, ma la quantificazione e la cosiddetta *governance* dei rischi sono sempre più gestite in modo integrato a tutti i livelli dell'organizzazione aziendale, con una visione olistica dei rischi che permette di coglierne le correlazioni. Alcuni rischi possono essere affrontati solo tramite l'apparato di *governance*, altri anche tramite l'imposizione di requisiti quantitativi di capitale. Sono stabilite quindi norme relative a *governance*, controllo interno e gestione dei rischi.

Nell'ambito del proprio sistema di gestione dei rischi, le imprese devono condurre la valutazione interna del rischio e della solvibilità, cosiddetta *Own Risk Solvency Assessment* (ORSA), sulla base della quale sono assunte le decisioni strategiche e nell'ambito della quale sono svolti esercizi di *stress* che testano la resilienza dell'impresa al verificarsi di determinati scenari negativi, anche improbabili ma possibili. L'obiettivo finale del processo ORSA è quello di dare consapevolezza agli organi sociali, al *management* e alle diverse *business unit* dei rischi cui l'impresa è o potrà essere esposta in futuro.

Infine, il Pilastro 3 riguarda la trasparenza e prevede obblighi di informativa verso il mercato e l'Autorità di Vigilanza, tramite *reporting* di tipo qualitativo e quantitativo, aventi per oggetto informative e dati della vita dell'impresa di assicurazione, tra cui il sistema di *governance*, dati di bilancio, dati relativi agli attivi e all'*asset allocation*, alle riserve tecniche, ai fondi propri, riferibili ai requisiti di capitale, *etc.* Gli adempimenti in materia di informativa sono

aumentati, sia in termini di frequenza e ampiezza del dato informativo sia a livello di granularità delle informazioni richieste.

Conoscendo il quadro regolamentare di riferimento del settore assicurativo europeo, al **Capitolo III**, l'analisi porta allo studio delle imprese di assicurazione vita quali soggetti operanti sul mercato assicurativo europeo.

La **Sezione I** del **Capitolo III** prende in esame le imprese di assicurazione vita considerando le due principali componenti di bilancio, le *liabilities*, ossia le obbligazioni assunte dall'impresa nei confronti degli assicurati, e gli *assets*, ossia gli investimenti svolti dall'impresa al fine di adempiere a dette obbligazioni. A tal fine, lo studio di un campione di Paesi europei e di imprese di assicurazione vita, selezionati secondo criteri basati in prevalenza sul grado di significatività del *business* rispetto alla complessità del settore assicurativo europeo, ha fornito alcune evidenze specifiche del settore di riferimento<sup>1</sup>.

Dall'analisi della produzione vita degli ultimi dieci anni dei principali Paesi europei in termini di premi vita raccolti, è emerso che la produzione è rimasta sostanzialmente costante e in linea con le tendenze storiche del Paese considerato. Ad esempio, in Italia e in Francia si è registrata una produzione vita maggiore con riferimento ai prodotti assicurativi tradizionali (per esempio, di ramo I) rispetto ai prodotti finanziari assicurativi (per esempio, *unit linked*). Nel periodo considerato, si è tuttavia verificato, con riferimento al campione interessato, un graduale aumento della raccolta di ramo III, i cosiddetti prodotti *linked*.

Con riferimento agli investimenti, invece, è emerso che i *debt securities* e gli *other fixed income securities*, tra cui rientrano principalmente gli investimenti in *bonds*, rappresentano l'*asset class* più consistente. Ciò dipende prevalentemente dalla capacità di tali attivi di essere utilizzati a copertura delle riserve tecniche considerando la durata nel tempo. Questo vale a eccezione del Regno Unito. Infatti, le imprese di assicurazione inglesi sono tradizionalmente orientate a prodotti in cui il rischio di investimento è prevalentemente a carico dell'assicurato. Ciò implica un portafoglio di *assets* caratterizzato da una rilevante porzione di *investment funds*.

I risultati sono in linea anche con i modelli di capitalismo tradizionalmente adottati dai Paesi presi in esame. Infatti, il modello di capitalismo anglosassone, basato su organizzazioni societarie ad azionariato diffuso, in cui la proprietà è ben distinta dal *management* interno, è tradizionalmente orientato alla massimizzazione dei risultati di breve periodo, sacrificando talvolta obiettivi più strategici di lungo periodo. Ciò comporta, tra l'altro, un mercato azionario ben strutturato e sviluppato, a differenza di quanto accade nei Paesi con modelli di

---

<sup>1</sup> Si precisa che i risultati riportati si riferiscono al campione esaminato, non sono pertanto esaustivi e possono non essere significativi.

capitalismo differenti, come quello renano, tipico dell'Europa occidentale. In Paesi come l'Italia, come peraltro è emerso anche dalle analisi svolte, in cui si ha un'economia più "conservatrice" orientata a risultati di stabilità di lungo periodo e caratterizzata da imprese gestite per lo più da chi detiene la proprietà, a sua volta molto concentrata, il mercato azionario è meno sviluppato e gli investimenti vertono prevalentemente sul mercato obbligazionario.

Sempre con riferimento al mercato assicurativo italiano, da un'analisi più granulare dei dati relativi alle principali imprese di assicurazione vita, inoltre, è emerso che le dimensioni dell'impresa di assicurazione possono influenzare la strategia di investimento.

In un contesto di persistenti bassi tassi di interesse, come quello attuale (anno 2016), possono tuttavia sorgere criticità legate alla capacità dell'impresa di assicurazione di riconoscere all'assicurato la prestazione contrattualmente garantita. In tale ambito, la **Sezione II** del **Capitolo III** analizza le imprese di assicurazione vita nel contesto attuale di riferimento, caratterizzato da bassi tassi di interesse che provocano effetti negativi sull'impresa stesse. Anche in questa Sezione, l'analisi tiene conto del campione di Paesi europei oggetto delle precedenti valutazioni.

È dapprima analizzato il contesto di riferimento, dando evidenza delle principali cause e degli effetti che prolungati bassi tassi di interesse possono comportare a seconda delle caratteristiche delle imprese di assicurazione vita. I principali effetti negativi riguardano le imprese di assicurazione vita caratterizzate da una differenza significativa di *duration* tra attivi e passivi, tra cui le imprese tedesche.

Successivamente sono analizzate le imprese di assicurazione nel contesto di bassi tassi di interesse a livello microprudenziale di singola impresa e a livello macroprudenziale di intero settore assicurativo e finanziario europeo

A livello microprudenziale, l'analisi riguarda le misure correttive finalizzate alla sana e prudente gestione dell'impresa di assicurazione, tra cui l'abbassamento dei rendimenti delle polizze in essere, la diversificazione del portafoglio prodotti, realizzato tramite l'incremento dell'offerta di prodotti di tipo *linked*, il cambiamento di *asset allocation* al fine di stimolare i rendimenti tramite l'acquisizione di *asset* illiquidi, l'adozione di strategie di copertura tramite l'utilizzo di strumenti derivati al fine di ridurre il *gap* di *duration* tra attivi e passivi.

A livello macroprudenziale, l'analisi indaga le imprese di assicurazione vita nell'ambito più ampio del sistema finanziario, in particolare in termini di rischio sistemico. Negli ultimi anni, il settore assicurativo vita ha acquisito maggiore importanza sistemica. Da studi è emerso che il settore assicurativo vita contribuisce maggiormente alla crescita del rischio sistemico dallo scoppio



dell'ultima crisi finanziaria, sostanzialmente in ragione dell'aumento delle esposizioni comuni all'interno del settore. L'importanza sistemica delle imprese di assicurazione vita risulta tuttavia inferiore a quella delle banche e, con riferimento invece alle imprese di assicurazione non vita, questa non riporta tendenze in aumento nel tempo.

Tra i fattori che favoriscono effetti di natura sistemica è compresa la detenzione/conduzione delle cosiddette attività non tradizionali e non assicurative – ossia quelle che si discostano dal tradizionale *business* assicurativo, come l'offerta di prodotti finanziari (*linked*) o operazioni di finanza speculativa – in quanto possono dare avvio a interconnessioni negative con il sistema finanziario.

Un altro fattore di rilevanza sistemica favorito da un contesto di bassi tassi di interesse è dato dalla possibile prociclicità nei portafogli di investimento verificata tramite strategie di investimento cosiddette *fire sales* o *search for yield*.

In terzo luogo, le imprese di assicurazione vita sono risultate vulnerabili a uno scenario sfavorevole combinato in cui a seguito di un periodo di bassi tassi di interesse si verifichi un improvviso aumento degli stessi e un contestuale aumento delle richieste di estinzione anticipata del contratto assicurativo. Tale circostanza rappresenta un fattore di criticità in termini di *default* delle imprese di assicurazione vita.

Altri fattori che incidono sul livello di rischio sistemico del settore assicurativo, inoltre, sono dati dal grado di concentrazione del portafoglio di investimento dell'impresa – principalmente in ragione del fatto che un'eccessiva concentrazione può comportare una maggiore esposizione e vulnerabilità dell'impresa di assicurazione alle difficoltà finanziarie dell'emittente verso cui vanta l'esposizione o di un settore in cui ha concentrato una consistente parte degli investimenti – nonché dai livelli di capitalizzazione e di riservazione, considerando che la ricerca dei guadagni in periodi in cui mercati finanziari sono deboli può portare le imprese ad adottare politiche di livellamento delle tariffe o di sottostima delle riserve tecniche, creando criticità sostanziali in termini di concorrenza sul mercato e di capacità di adempiere alle obbligazioni assunte nei confronti degli assicurati.

Le principali sfide delle imprese di assicurazione vita in ottica macroprudenziale sono illustrate tenendo conto delle misure correttive già intraprese dal mercato e dalle Autorità di Vigilanza, nonché degli obiettivi prudenziali e di monitoraggio da perseguire al fine di attenuare il più possibile effetti di natura sistemica del settore assicurativo vita.

Alla luce delle trattazioni precedenti, nella **Sezione III** del **Capitolo III** l'impresa di assicurazione (in questo caso non specificatamente vita) è considerata e

analizzata nell'ambito della cosiddetta *capital markets union*, che prevede un forte coinvolgimento del settore assicurativo europeo.

Inizialmente è fornito il quadro generale in cui si colloca questo importante progetto europeo. In particolare, l'unione dei mercati dei capitali si erige su uno dei pilastri fondanti dell'Unione europea, ossia la libertà di circolazione dei capitali, sancita compiutamente nell'ambito del Trattato di Maastricht del 1992, che prevedeva per la prima volta – a determinate condizioni – il divieto di tutte le restrizioni ai movimenti dei capitali e sui pagamenti sia tra gli Stati membri sia tra questi ultimi e i Paesi *extra* Unione europea.

Per *capital markets union* si intende il progetto lanciato dalla Commissione europea all'inizio dell'anno 2015 al fine di incentivare la mobilitazione dei capitali in Europa in particolare per i) indirizzare questi ultimi verso le imprese operanti sul mercato, per lo più le cosiddette piccole-medie imprese, e a supporto di progetti riguardanti infrastrutture, ii) incrementare i volumi degli investimenti internazionali, nonché iii) rendere il sistema finanziario nel complesso più stabile e resistente in ragione della più ampia disponibilità di fonti di finanziamento.

La natura *bank-based* del sistema finanziario europeo, che si differenzia da quella statunitense che invece è caratterizzata anche da altre forme di finanziamento, come le azioni o fondi di investimento, dapprima considerata come fattore di stabilità del sistema, congiuntamente alla scarsità di alternativi canali di finanziamento, è identificata come uno dei principali elementi alla base della crisi finanziaria europea e ostativi alla realizzazione di adeguate misure risolutive. Dalla crisi finanziaria è accresciuta la necessità di mitigare l'eccessivo affidamento al credito bancario e di sviluppare fonti alternative di finanziamento non bancario.

In tale ambito è analizzato il ruolo delle imprese di assicurazione nell'unione dei mercati finanziari specialmente di investitori istituzionali. Il Regolatore sta operando negli ultimi anni al fine di incentivare le imprese di assicurazione a indirizzare i propri ingenti investimenti verso lo sviluppo di misure e progetti diversi rispetto alle attività tradizionali, a disposizione di altri soggetti operanti sul mercato, quali le piccole-medie imprese.

Tra le misure di sostegno all'unione dei mercati dei capitali si indagano nello specifico gli investimenti in infrastrutture, agevolati dal recente intervento normativo relativo alla creazione di specifici requisiti di capitale per tale tipologia di investimenti. Viene poi preso in esame il meccanismo delle cartolarizzazioni nel settore assicurativo, ancora non del tutto maturo, che rappresenta non solo un impulso alla movimentazione dei capitali ma anche una misura di mitigazione del cosiddetto rischio di longevità che tende ad aumentare nel tempo date le migliori condizioni economiche e nutrizionali della società contemporanea. Inoltre, viene

studiata l'operatività transfrontaliera delle imprese di assicurazione in ragione del fatto che uno degli obiettivi intrinseci dell'unione dei mercati dei capitali è quello di rafforzare la distribuzione *cross border* dei capitali al fine di ampliare le opportunità di investimento sia per gli investitori sia per le imprese, specialmente per le piccole-medie imprese. Dall'analisi emerge che le imprese di assicurazione già da tempo realizzano significativi volumi di *business cross border*, in misura maggiore rispetto alle banche. L'analisi è poi indirizzata verso la creazione di un sistema di risanamento e risoluzione, attualmente non presente per il settore assicurativo a livello europeo, che consentirebbe una migliore riallocazione dei capitali e una maggiore crescita grazie, in particolare, al fatto che l'investitore sentirebbe massimizzate le proprie prospettive di recupero degli *assets* investiti nei casi di insolvenza della controparte.

Infine, sono illustrate brevi considerazioni conclusive sostanzialmente attinenti al principio fondamentale della trasparenza dei mercati, quale elemento imprescindibile della *capital markets union* in quanto condizione fondamentale affinché il costo del capitale sia correttamente associato alla propria qualità.

[PAGINA VOLUTAMENTE LASCIATA IN BIANCO]

## CAPITOLO I

### L'EVOLUZIONE STORICA DELLE ASSICURAZIONI

**1. La nascita dell'assicurazione nel Medioevo (dal V al XV secolo). – 1.1. La nascita dell'assicurazione. – 2. L'età del Mercantilismo (dal XV al XVIII secolo). – 2.1. Le prime forme assicurative. – 2.1.1 L'assicurazione contro gli incendi. – 2.1.2. L'assicurazione sulla vita. – 2.2. I Lloyd's. – 3. Gli effetti dello sviluppo industriale nel settore assicurativo (dal XVIII al XIX secolo). – 3.1. Le assicurazioni marittime in Inghilterra. 3.2. Le assicurazioni nel territorio italiano. – 4. Le assicurazioni private e le assicurazioni sociali (dal XIX al XX secolo). – 4.1. Le assicurazioni private. – 4.2. Le assicurazioni sociali. – 4.2.1. Le assicurazioni sociali in Italia. – 5. Le assicurazioni nel mondo contemporaneo (dal XX al XXI secolo). – 5.1. L'espansione dell'attività assicurativa. – 5.2. I principali modelli di capitalismo. – 5.3. Le assicurazioni sociali e *Welfare State*. – 5.3.1. La previdenza sociale in Italia. – 5.4. Il contesto competitivo di riferimento. – 5.4.1. Accenni di diritto comunitario: *Solvency 0* e *Solvency I*. – Bibliografia.**

#### **1. La nascita dell'assicurazione nel Medioevo (dal V al XV secolo)**

Gli studiosi erano soliti associare l'origine dell'assicurazione – intesa come nell'epoca contemporanea quale un accordo che consenta il trasferimento di un rischio a un soggetto terzo a fronte del pagamento di un premio in denaro – al Medioevo, intorno al Trecento. Ciò posto, gli elementi che la costituiscono, ossia la mutualità e il trasferimento del rischio, sono stati pervenuti anche in tempi più remoti<sup>2</sup>.

Con riferimento all'elemento della mutualità, l'associazione di più persone per fini assistenziali nasceva nell'antichità come fenomeno organizzativo volontario di famiglie, persone, gruppi, tribù che provvedevano a fornire supporto ai loro

---

<sup>2</sup> Vari sono i riferimenti bibliografici relativi alla storia delle assicurazioni nel Medioevo, si citano i principali: Piattoli L., *Ricerche intorno all'assicurazione nel medioevo. Una scritta di sicurtà veneziana del 1395*, Assicurazioni, 1938; La Torre A., *I germi dell'assicurazione a premio nel diritto romano*, Assicurazioni, 1988; La Torre A., *L'assicurazione nella storia delle idee*, Roma, 1995; Bonomelli M., *Quaderni di sicurtà. Documenti di storia delle assicurazioni. La biblioteca Mansutti*, Antea, Milano, 1996; De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011.

membri che si fossero trovati in condizioni di disagio, specialmente legate alla perdita di un familiare. In molti Paesi, come l'India, la Persia, la Palestina, l'Egitto, la Fenicia, vi erano associazioni, poco numerose, che raccoglievano periodicamente piccole somme di denaro dai propri iscritti per fare fronte all'onere di sostituire un'imbarcazione danneggiata da una burrasca o rimpiazzare il bue morto o rubato.

In Grecia, si sviluppavano le associazioni con finalità religiose che sostenevano finanziariamente i membri nelle spese funerarie dei propri familiari data la loro onerosità. A Roma, le associazioni assistenziali erano civili – *collegia tenuiorum* – o militari – *collegia militum*<sup>3</sup>. Le prime erano associazioni di persone poco abbienti e avevano lo scopo di dare ai membri una semplice sepoltura e talvolta supporto finanziario alle vedove o orfani dei defunti. Le seconde erano, invece, associazioni di soldati che garantivano ai militari sostegno in caso di spese dovute a incidenti sul campo o per il corredo funebre.

Con riferimento, invece, all'altro elemento che caratterizza l'assicurazione, ossia il trasferimento del rischio a un soggetto terzo, questo richiede una società con basi giuridiche evolute. Gli studiosi attribuivano ai Romani i primi accordi tra privati che prevedevano una sorta di meccanismo di trasferimento del rischio. Non esistevano contratti tipici, ma erano previste clausole accessorie ad altri contratti legati in particolare al commercio. Ad esempio, vi era un soggetto che si impegnava a pagare una certa somma di denaro in caso l'oggetto dell'accordo, molto spesso una nave di merci, fosse arrivato a destinazione. Tale costruzione rappresentava una scommessa più che un modo per trasferire il rischio dato dall'aleatorietà dell'evento. Era opinione condivisa dagli studiosi, infatti, che i Romani non avessero praticato l'assicurazione a premi ma che avessero utilizzato forme di scommessa o impegni a pagare molto diverse dal meccanismo di trasferimento del rischio.

Altri studiosi tentarono di mostrare la presenza dell'istituto dell'assicurazione a Roma rifacendosi alla letteratura e racconti di storia. Si citava un racconto di Tito Livio al tempo della seconda guerra punica (215 a.C.) in cui la Repubblica si faceva carico dei rischi di navigazione di un carico di armi e rifornimenti destinati all'esercito di Scipione in Spagna. Ancora, Svetonio riportava che la Repubblica rispondeva dell'eventuale perdita di navi affondate a causa di tempeste per

---

<sup>3</sup> Rossetti M., *Il diritto delle assicurazioni*, Vol. III, CEDAM, Milano, 2013. In particolare, l'autore illustra un ritrovamento di un'iscrizione dalla quale si apprende che nel 203 d.C. i suonatori di corni di una legione in Algeria avevano costituito un *collegium* con lo scopo di pagare le spese funerarie degli associati. A tal fine, era previsto il pagamento di un contributo e di una quota di ammissione. Sul tema, si veda anche Fingland J. A., *An introduction to the history of life insurance*, E. P. Dutton and Company, New York, 1912; Volterra E., *Istituzioni di diritto privato romano*, La Sapienza Editrice, Roma, 1972; Levi M.A., *L'Italia nell'evo antico*, Padova, 1988.

garantire il rifornimento di viveri durante un periodo di carestia (41 d.C.). Questi esempi tuttavia non potevano essere considerati come una forma di assicurazione statale, bensì un'assunzione (e non un trasferimento) di alcuni rischi di navigazione da parte dello Stato. Inoltre, si era soliti considerare assicurazione una richiesta che Cicerone fece al pro-questore di Laodicea per assicurarsi che il bottino di guerra dalla Cilicia arrivasse a Roma. Cicerone chiedeva di trovare persone che fossero disponibili a garantire il trasferimento del denaro pubblico "in modo che il popolo Romano fosse coperto da ogni rischio [di truffa]"<sup>4</sup>. Anche in questo caso, non veniva assicurato il bottino bensì le persone prescelte si impegnavano a garantire il pagamento di una determinata somma di denaro in una diversa località, senza necessariamente dover trasferire il bottino<sup>5</sup>.

Altra forma "pre-assicurativa" praticata nell'antichità del mondo greco e romano era il cosiddetto *foenus nauticum*, dapprima limitato ai trasporti marittimi e poi applicato anche a quelli terrestri<sup>6</sup>. Rientrava nelle forme contrattuali di tipo aleatorio e prevedeva il pagamento di una somma di denaro al proprietario o capitano della nave, che veniva restituita al prestatore solo qualora la tratta fosse andata a buon fine. Questa forma contrattuale si avvicinava a un rapporto di mutuo aleatorio e non di assicurazione, in cui il mutuatario aveva a disposizione una somma di denaro da impiegare nell'operazione commerciale e il mutuante nutriva un forte interesse nella medesima operazione<sup>7</sup>.

Si poteva pertanto dedurre che sia i Romani sia i Greci conoscevano i principi dell'assicurazione sotto forma della mutualità assistenziale e non del contratto assicurativo con la previsione di un trasferimento del rischio a fronte del pagamento di un premio.

L'evoluzione delle forme precedenti l'assicurazione vedeva nascere le cosiddette gilde nel periodo dell'alto Medioevo<sup>8</sup>. Erano anch'esse associazioni assistenziali politiche e religiose che avevano funzioni più ampie rispetto all'epoca dei Greci e Romani. Provvedevano non solo alla sepoltura e al supporto dei parenti del defunto ma a un completo sostentamento in caso di disgrazie di varia natura, dall'incendio della dimora ai furti del bestiame. Le gilde furono ammesse come associazioni di mutua assistenza e si diffusero specialmente in Europa

---

<sup>4</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 11.

<sup>5</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 11.

<sup>6</sup> Nunè F., *Il contratto di prestito a cambio marittimo nel codice di commercio marittimo ottomano*, Oriente Moderno, 1, 1996, pp. 13-33.

<sup>7</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 12.

<sup>8</sup> La Torre A., *Cinquant'anni col diritto: diritto delle assicurazioni*, Vol. II, Giuffrè Editore, Milano, 2008, p. 10. A riguardo, l'autore cita, tra l'altro, un elaborato di Luzzatto G., *Gilda*, Enc. It, XVII, Roma, 1933, in cui viene ricordato il contenuto dello statuto della gilda dei sarti di Londra; in particolare, era contenuta questa norma: "Se qualche membro della gilda cade in miseria e si trova senza mezzi di sussistenza, egli riceverà per tutto il corso della sua vita sette pence la settimana".

settentrionale tra i secoli VIII e X. I servizi delle gilde erano talvolta offerti anche dalle corporazioni di arti e mestieri, i cui statuti peraltro spesso prevedevano l'erogazione di mutuo soccorso ai propri membri. Tuttavia, non sembrava corretto ancora considerare tali forme di assistenza delle vere e proprie attività assicurative, come sono attualmente concepite.

### **1.1. La nascita dell'assicurazione**

Le origini dell'assicurazione sono ricondotte al momento in cui si diffusero i primi contratti assicurativi nel campo del commercio marittimo, in Italia. Di fatti, i Romani non avevano la necessità di ridurre il rischio dato il numero esiguo di trasporti via mare e l'ingente disponibilità finanziaria delle poche compagnie di pubblicani che si occupavano di trasporti a rimediare a eventuali danni a un'imbarcazione.

La ripresa dei traffici nel Mille ad opera di piccoli commercianti era sempre affiancata da un sistema precursore di assicurazioni. Questi mercanti rischiavano la propria vita e merce per cause di forza maggiore, come le tempeste, o per furti di pirati e, per sopravvivere, avevano necessità di essere coperti da tali rischi. Così, a partire del XI secolo si diffondevano clausole accessorie a contratti quali la compravendita, mutuo, commenda, relative al traffico marittimo. Queste clausole erano del tipo "salvi in terra", in cui il venditore si impegnava a consegnare la merce, ovvero "a rischio, pericolo e fortuna di mare e di genti" in cui era il compratore che si faceva carico di tutti i rischi del trasporto. Queste contrattazioni, non ancora riconducibili a un vero sistema assicurativo, venivano utilizzate per oltre due secoli<sup>9</sup>.

Le origini dell'assicurazione erano considerate da alcuni studiosi come evoluzione della scommessa, mentre da altri come una miglioria del contratto di prestito a cambio marittimo<sup>10</sup>.

La scommessa rappresentava un azzardo del mercante il quale, in caso la merce o la nave altrui non fosse arrivata a destinazione, non doveva risarcire alcuna somma di denaro. In sostanza, il mercante scommetteva sull'arrivo della nave o della merce per garantirsi dai rischi derivanti dalla propria attività. Era uno strumento molto diffuso, il diritto canonico lo prevedeva tra i contratti aleatori benché non si fondasse su cause disoneste. Al riguardo, in quei tempi vi erano molte frodi dovute alle scommesse, in particolare si scommetteva su navi che in realtà non avevano merci, oppure si scommetteva più volte su uno stesso carico, o ancora il capitano affondava volontariamente la nave dichiarando che fosse piena

---

<sup>9</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 13.

<sup>10</sup> Per entrambi, si veda Cottino G., *L'assicurazione tra passato e presente*, contenuto nell'elaborato di Cagnasso O., Cottino G. e Irrera M., *L'assicurazione: l'impresa e il contratto*, Trattato di diritto commerciale, Vol. X, Padova, 2001, p. 12.



di pietre preziose posto che non avrebbe dovuto affrontare gli oneri della perdita. Si assisteva quindi a ciò che nell'era contemporanea sarà chiamato cosiddetto azzardo morale.

Erano pertanto necessarie formulazioni giuridiche più precise dell'assicurazione, che la facessero differenziare dalla scommessa. Nel secolo XV veniva sancita la prima forma scritta della polizza assicurativa sotto il controllo di un pubblico ufficiale. L'accordo assicurativo era caratterizzato da due elementi contrattuali distinti: il pagamento di un importo anticipato per la copertura dei rischi – il premio, derivante dal latino *praemĭu(m)* ossia “ciò che si prende prima”, composto da *prāe*- “pre-” ed *emĕre* “prendere” – e dall'impossibilità di assicurare l'evento rischioso più di una volta. L'assicuratore tuttavia non riusciva ancora ad attirare un numero sufficiente di assicurati, e quindi di premi, che gli consentissero di fare fronte alle spese di eventuali sinistri. Continuava ad affidarsi alle scommesse che spesso erano fraudolente in quanto venivano assicurati valori non corrispondenti, più alti rispetto a quelli reali, oppure, si consideravano navi vuote dichiarandole come piene. Sovente l'assicuratore si accordava direttamente con l'assicurato per fissare i termini della scommessa che avrebbe pattuito con un soggetto terzo. Si doveva aspettare la nascita delle imprese di assicurazione per poter contare sulla “legge dei grandi numeri”<sup>11</sup>, per la quale il rischio che le stesse imprese sopportano risulta inferiore alla somma di tutti i rischi che altrimenti dovrebbero sopportare i soggetti assicurati.

Con riferimento all'accordo di prestito a cambio marittimo, questo nasceva come un'evoluzione del *foenus nauticum*, che nel frattempo era stato censurato sotto il pontificato di Gregorio IX (1237 d.C.) in quanto considerato come contratto usuraio<sup>12</sup>. Il nuovo accordo si avvicinava alla *ratio* dell'assicurazione ma non pienamente. Con questo contratto, il capitano della nave anticipava una somma di denaro, inferiore rispetto al valore della merce, al mercante il quale si occupava del recapito della merce medesima. Qualora la consegna fosse andata a buon fine, il mercante avrebbe riconsegnato la somma di denaro, compreso il nolo della nave. Un'altra forma assunta dal prestito per cambio marittimo era la compravendita, tramite la quale il mutuante, ossia l'assicuratore, comprava la nave o le merci al mutuatario, ossia il proprietario di queste ultime, che rappresentava l'assicurato. Il mutuante recuperava la somma versata, maggiorata per l'attività svolta, a condizione del buon fine dell'operazione. Altrimenti, quest'ultimo perdeva i denari e l'assicurato veniva risarcito del danno. Tale rapporto non era ancora considerato un contratto assicurativo in quanto il pagamento del sinistro avveniva prima del suo accadimento e il premio era nascosto nel rapporto di compravendita, ossia nella maggiorazione del prezzo.

---

<sup>11</sup> Che sarà teorizzata per la prima volta dallo svizzero Jakob Bernoulli (1654-1705).

<sup>12</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 14.

Vi erano studiosi che legavano il passaggio a una struttura più vicina all'assicurazione, con l'indennizzo posticipato in caso di sinistro e il premio come prezzo della prestazione, a interventi di diritto canonico che abbandonavano il negozio di credito. Altri studiosi, invece, facevano risalire il primo contratto di assicurazione alla fine del 1200 come cosa nuova e non riconducibile ad altra forma contrattuale, finalizzata a soddisfare il bisogno di "*viver segur quando i po*"<sup>13</sup>. Gli esperti del mestiere, quali i notai, continuavano tuttavia ad assimilare il contratto assicurativo a quello di compravendita o mutuo consentendo sostanzialmente di inserirlo negli schemi tipici del diritto romano per meglio garantirne l'osservanza e l'efficacia.

Intorno alla prima metà del 1300, i contratti assicurativi erano diffusi in tutta Italia, in particolare, nelle zone portuali e iniziavano a essere utilizzati anche in Europa, specialmente nelle zone delle Fiandre, Inghilterra e Spagna. Gli assicuratori erano inizialmente i proprietari della nave o i noleggiatori, successivamente gli stessi mercanti provvedevano ad assicurare i beni. Questi esercitavano l'"attività assicurativa" singolarmente ovvero tramite una pluralità di sottoscrittori per ciascun contratto, i quali si impegnavano a risarcire una parte del sinistro a fronte della percezione di una parte di premio.

L'oggetto dell'assicurazione era la nave (o corpo), o la merce (o facoltà o nolo), oppure entrambe per i rischi legati alle rotte, ossia per i danni derivanti da tempeste, atti di pirateria, incendi, avarie. Le merci assicurate erano principalmente tessuti, allume (sale minerale per fissare i colori nei tessuti), spezie.

Iniziavano a regolare l'attività assicurativa tramite interventi legislativi che avevano finalità di ordine pubblico<sup>14</sup>. Il primo *corpus* normativo omogeneo e organico relativo alle assicurazioni veniva introdotto a Barcellona intorno alla metà del 1400<sup>15</sup>, successivamente a Burgos, Siviglia, Bilbao e Anversa. Le Ordinanze di Barcellona recavano limiti e specificità all'esercizio dell'attività assicurativa, alla forma e all'efficacia del contratto, alla copertura parziale del valore dell'imbarcazione o della merce, al pagamento del premio al momento di stipula del contratto, all'esistenza di un interesse dell'assicurato alla stipula del contratto. Inoltre, inizialmente, avevano posto il divieto agli stranieri di stipulare

---

<sup>13</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 16.

<sup>14</sup> Di norma, si citano gli interventi posti in essere a Genova e Firenze di fine Trecento concernenti il divieto di opporre eccezione di usura al contratto; ovvero il divieto entrato in vigore sempre a Firenze e Genova a inizio Quattrocento relativo alla proibizione di assicurare merci di soggetti stranieri; o ancora, il divieto introdotto a inizi Quattrocento a Genova di assicurare le cose per il loro intero valore. Per dettagli, si veda De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 18.

<sup>15</sup> Guccione A.V., *Le assicurazioni*, in *Storia della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa*, Banca d'Italia, Marsilio Editori, Venezia, 2012, p. 492.

assicurazioni. Poi, con la terza Ordinanza di Barcellona del 1484 cadeva tale divieto e gli stranieri potevano assicurare navi e merci a tre quarti del loro importo. A seguito di quest'ultima Ordinanza, inoltre, la presenza di un pubblico ufficiale, ossia del notaio non era più richiesta. Infatti, i contratti potevano essere stipulati con atto privato, tramite l'opera dei cosiddetti sensali, una sorta di mediatori di affari che fungevano da intermediari tra l'assicuratore e l'assicurato<sup>16</sup>.

Il premio assicurativo era calcolato tenendo conto di certi elementi, quali l'oggetto assicurato, nonostante non si riscontravano ampie differenze di premi a fronte di oggetti molto diversi, navi o merci. Si teneva inoltre conto della stagione; assicurare navi o merci nella stagione invernale era più oneroso. Il premio variava anche in base all'itinerario e al mezzo utilizzato per il trasporto. Si narrava che il premio era più basso se veniva utilizzata la galera che all'epoca era considerata l'imbarcazione più sicura<sup>17</sup>.

Tra i più importanti interventi legislativi in ambito assicurativo, gli studiosi ricordavano anche l'Ordinanza di Ferdinando I, re del Portogallo (1367 – 1383), che, tra l'altro, istituiva una compagnia di assicurazione alla quale dovevano essere iscritte, oltre le navi della marina militare portoghese, anche tutte quelle della Nazione superiori a un certo peso<sup>18</sup>.

Nell'era medioevale, di fatto, si diffondeva l'assicurazione contro i rischi della navigazione marittima. Le altre forme assicurative, come quella sui corpi terrestri o sulla vita, si affermavano solo nei secoli seguenti.

## **2. L'età del Mercantilismo (dal XVI al XVIII secolo)**

A seguito dell'epoca medioevale, l'assicurazione si sviluppava sia a livello organizzativo e territoriale, sia con riferimento alla gamma dei servizi offerti. Venivano istituite le prime imprese di assicurazione di tipo moderno sotto forma di società o di associazioni mutualistiche.

Con le società e associazioni di grandi dimensioni, dato il maggiore numero di contratti stipulati, si poteva quindi contare su un ragionevole equilibrio tra rischi assunti e garanzia del pagamento del sinistro.

A livello territoriale, il Mediterraneo rallentava i traffici e nelle piazze del nord Europa, specialmente quella di Londra, e dei Paesi maggiormente coinvolti dagli eventi legati al Nuovo Mondo, quindi Spagna e Francia, l'assicurazione diventava

---

<sup>16</sup> Come riportato da Forni S., *Assicurazione e impresa*, Giuffrè Editore, Milano, 2009, p. 6, esemplare a riguardo è la figura del mezzano di sicurtà nella Venezia del XVI secolo, che coniuga peraltro l'attività di mediazione e di consulenza, oltre a quella di tenuta dei libri dei conti sia per l'assicuratore sia per l'assicurato.

<sup>17</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 20.

<sup>18</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 21.

un vero *business*. L'assicurazione marittima rimaneva predominante e iniziavano a prendere piede altre forme assicurative, come l'assicurazione sulla vita.

Un'altra novità sotto il profilo organizzativo era rappresentata dal diverso ruolo attribuito all'intermediario di affari, compresi quelli assicurativi, il cosiddetto *sensale*, che continuava a operare nell'ambito delle assicurazioni marittime mentre per gli altri contratti si iniziava a fare riferimento agli agenti di assicurazione, una figura più specializzata dell'intermediario nel campo delle assicurazioni.

Le Ordinanze fiorentine del 1523 rappresentavano un'ulteriore innovazione rispetto al passato; si introduceva un modello di polizza assicurativa standardizzato, sia nella forma sia nel contenuto, che aiutava la corretta diffusione dell'istituto dell'assicurazione<sup>19</sup>.

Nelle Ordinanze spagnole del 1555 si citava la figura del “mezzano di sicurtà” che si occupava dell'affare assicurativo e teneva un registro in cui annotava gli estremi del contratto<sup>20</sup>.

A Londra nel 1575, Sir Gresham apriva la prima Camera delle assicurazioni presso la *Royal Exchange* in cui venivano registrate tutte le polizze assicurative. Questo istituto consentiva una maggiore standardizzazione e pubblicità dell'accordo assicurativo. A seguito di un incendio, che distrusse gran parte degli archivi ove erano annotate le polizze, si distinguevano due tipi di assicurazioni: pubbliche, ossia quelle registrate, e private di cui non si conoscevano gli estremi. Con il tempo, la Camera delle assicurazioni veniva sostituita dalla figura del *broker* assicurativo<sup>21</sup>.

L'assicurazione marittima in Italia diventava meno prestigiosa dell'era passata. Talvolta, gli assicuratori delle zone marittime si associavano in via temporanea solamente per sostenere un unico affare. Al fine di costituire imprese di assicurazioni più solide e solventi, iniziavano i primi tentativi di creare monopoli assicurativi tramite concessione dei pubblici poteri. L'opera riusciva per la prima volta a Genova ove, intorno al 1740, istituivano la Compagnia Generale delle Assicurazioni Marittime, a fronte di un prestito in favore dell'erario senza interessi<sup>22</sup>.

---

<sup>19</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 26.

<sup>20</sup> Forni S., *Assicurazione e impresa*, Giuffrè Editore, Milano, 2009, p. 6 e Cottino G., *L'assicurazione tra passato e presente*, contenuto nell'elaborato di Cagnasso O., Cottino G. e Irrera M., *L'assicurazione: l'impresa e il contratto*, Trattato di diritto commerciale, Vol. X, Padova, 2001, p. 2.

<sup>21</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 28.

<sup>22</sup> Rossetti M., *Il diritto delle assicurazioni*, Vol. III, CEDAM, Milano, 2013. Come precisato nell'elaborato, la citata Compagnia riuscì, in cambio di un ingente prestito senza interessi, a ottenere nel 1742 dal governo della Repubblica di Genova il diritto di privativa sull'esercizio dell'attività assicurativa, che conservò sino al 1778.

## **2.1. Le prime forme assicurative**

### **2.1.1. L'assicurazione contro gli incendi**

Gli incendi erano temuti dalla popolazione. Arrecavano gravi disagi e distruggevano una grande quantità di case, data l'organizzazione urbana del tempo che si sviluppava nelle città e che era organizzata con tante abitazioni costruite vicine. L'assicurazione contro gli incendi, dapprima accordata dalle gilde medioevali che riconoscevano una somma denaro al membro che aveva perso la casa a causa di incendi, non si diffondeva molto rapidamente. Nell'Europa del nord, specialmente in Germania, venivano istituite società che provvedevano al risarcimento del danno da incendio a fronte del pagamento obbligatorio, stabilito dai pubblici poteri, di un premio periodico e, per i risarcimenti più onerosi, di un indennizzo aggiuntivo in proporzione al valore dell'abitazione. Seguendo la medesima logica, anche in Inghilterra incominciavano a creare casse comuni alimentate dalla raccolta di offerte nelle Chiese per fare fronte ai danni derivanti dagli incendi. L'assicurazione per l'incendio non si sviluppava rapidamente in particolare perché quest'ultima, a differenza dell'assicurazione marittima, che riguardava per lo più un unico viaggio e il valore della somma assicurata poteva essere diviso su una pluralità di soggetti, richiedeva una copertura per un rischio di lungo periodo e l'esigenza di assicurare numerosi immobili, dislocati in diverse zone geografiche al fine di diversificare il rischio. La prima impresa di assicurazione di protezione dagli incendi veniva istituita da un costruttore di case a Londra a seguito del grande incendio del 1666 che distrusse gran parte della città<sup>23</sup>.

Alla fine del 1600, a Londra, venivano autorizzate le prime imprese di assicurazione contro gli incendi. L'impresa di assicurazione fondata da Sir Bandon nel 1680 era una società costituita da quattro soci a responsabilità personale e illimitata. Il pagamento dei sinistri era garantito da un fondo investito in titoli a cui affluivano i premi pagati dagli assicurati annualmente. I premi erano calcolati in percentuale del valore della casa (circa il 2%) e dipendevano dal materiale di costruzione dell'immobile (*i.e.* se era in muratura, l'assicurazione costava di meno)<sup>24</sup>. A seguire, veniva costituita un'impresa di mutuo soccorso, la *Friendly Society*, in cui era versata una quota iniziale come deposito, che veniva restituita al termine del rapporto assicurativo, e l'assicurato doveva contribuire all'esborso dei sinistri di altri assicurati. Sempre sotto forma di società mutualistica, veniva costituita l'*Amicable Contributors for Insuring Houses from Loss by Fire* (anche *Hand-in-Hand*) in cui i soci erano gli stessi assicurati, rispondevano dei sinistri altrui e partecipavano agli utili d'impresa.

---

<sup>23</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 31.

<sup>24</sup> A seguire, per i dettagli sulle imprese costituite si rimanda a De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 32.

Iniziavano a svilupparsi imprese che assicuravano contro incendi beni diversi dalle abitazioni, come i beni mobili e le merci, anche in zone fuori dall'area metropolitana di Londra. Il primo caso che gli studiosi ricordavano era l'impresa *Charitable Corporation* del 1707<sup>25</sup>.

Le imprese di assicurazione che si dimostravano le più solide erano quelle legate a forme di mutualità, in cui anche l'assicurato contribuiva al risarcimento del danno altrui. L'impresa costituiva un deposito a garanzia, vincolato per tutta la durata del rapporto, di norma sette anni. Queste forme assicurative si diffondevano più tardi anche in altri Paesi europei, sebbene con alcune peculiarità. In particolare, nei Paesi scandinavi o in Germania e Svizzera si sviluppavano in via prevalente le assicurazioni mutualistiche, mentre in altri Paesi come la Francia e l'Inghilterra predominavano forme assicurative di iniziativa privata a premio fisso (e non contributivo)<sup>26</sup>.

### **2.1.2. L'assicurazione sulla vita**

L'assicurazione sulla vita presupponeva due elementi fondamentali. In primo luogo, la conoscenza del tasso di mortalità tramite tecniche di calcolo basate su principi probabilistici. Inoltre, era necessario attirare un ingente numero di assicurati per raccogliere un fondo consistente di risorse al fine di risarcire il beneficiario in caso di morte dell'assicurato. Con riferimento alla prima condizione, era necessaria la conoscenza delle cosiddette tavole di mortalità e del calcolo delle probabilità, che iniziavano ad essere studiati alla fine del XVII secolo. Lo studioso di riferimento di quell'epoca era l'inglese Edmund Halley, dai cui l'omonima cometa<sup>27</sup>. A differenza del Medioevo, in cui si stipulavano scommesse sulla vita altrui, durante l'era del Mercantilismo iniziavano a svilupparsi le basi per le assicurazioni sulla vita del mondo moderno. In Italia, ad esempio, si diffondevano le assicurazioni dotali, costituite al momento della nascita di una bambina. La stessa poteva usufruirne, di un valore decuplicato, una volta sposata e al compimento del diciottesimo anno di età. Dato l'elevato tasso di

---

<sup>25</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 33.

<sup>26</sup> Borzaga C. & Fazzi L., *Manuale di politica sociale*, FrancoAngeli, Milano, 2005, p. 56 ss.

<sup>27</sup> Rossetti M., *Il diritto delle assicurazioni*, Vol. III, CEDAM, Milano, 2013. Come precisato nell'elaborato, tra il XVII e il XVIII secolo vengono gettate le basi scientifiche della statistica, che è necessaria al lavoro dell'assicuratore moderno. L'autore cita appunto l'inglese Edmund Halley (1656-1742) quale creatore della prima tavola di mortalità. Sono citati inoltre altri importanti studiosi della materia, tra cui il filosofo francese Blaise Pascal (1623-1662) che, insieme a Pierre de Fermat (1601-1665), fu l'inventore del calcolo delle probabilità; lo svizzero Jakob Bernoulli (1654-1705), inventore della legge dei grandi numeri; gli olandesi Jan de Witt (625-1672) e Johannes Hudde (1628-1704), inventori del calcolo delle rendite vitalizie e temporanee; il francese Abraham De Moivre (1667-1754), autore della *The doctrine of change*, tradotta e pubblicata in Italia nel 1776 con il titolo *La dottrina degli azzardi*. Si narra che De Moivre adottando le proprie teorie abbia correttamente predetto la data della propria morte naturale.

mortalità neonatale di quei tempi (secoli XV e XVI), le istituzioni che provvedevano a fornire questo servizio non presentavano problemi di insolvenza<sup>28</sup>.

Nella seconda metà del 1600, si sviluppavano le associazioni “tontine”, dall’ideatore Lorenzo Tonti, dapprima in Danimarca e Francia e successivamente in Inghilterra, Germania e Italia<sup>29</sup>. Tale forma assicurativa prevedeva il pagamento preventivo da parte degli assicurati di una somma di denaro e il riconoscimento di una rendita vitalizia a ciascuna classe di assicurati, raggruppati in base all’età. La rendita veniva ripartita fra i sopravvissuti di una medesima classe fino a che non rimaneva un unico assicurato che percepiva l’intera rendita attribuita alla classe. Alla morte dell’ultimo assicurato, lo Stato subentrava di diritto. Vi era pertanto un forte interesse di finanza pubblica nella sottoscrizione di tali assicurazioni. In seguito, si stabiliva anche la retrocessione di un minimo garantito per incentivare gli assicurati a sottoscrivere l’accordo, che, come in Inghilterra, poteva variare in base agli anni di permanenza nella tontina. In Germania, veniva esasperato l’elemento della casualità per cui il rendimento garantito aumentava solo a favore di coloro che venivano estratti a sorte e, alla morte dell’assicurato, la rendita del defunto veniva trasferita al possessore dell’azione contrassegnata con il numero successivo<sup>30</sup>. La tontina approdava in Italia agli inizi del 1700, nella zona del Piemonte, e prevedeva il riconoscimento di una rendita garantita, di entità più bassa, anche a favore degli eredi dell’assicurato. I poteri pubblici cessavano l’esercizio dell’associazione tontina a metà del XVIII secolo, che rimaneva in gestione a società private fino all’inizio del XX secolo.

Durante il 1700, le assicurazioni vita erano esercitate da società private o di natura mutualistica e il premio dipendeva dall’età dell’assicurato. In Inghilterra erano gli anni delle prime *incorporations*, ossia delle società di capitali a cui il sovrano e i pubblici poteri avevano riconosciuto personalità giuridica. Le prime imprese di assicurazione che, nel 1720, venivano riconosciute in questo senso (*chartered companies*) dalla corona e dal Parlamento erano la *Royal Exchange Assurance* e la *London Assurance Corporation*, che ottenevano il monopolio sull’assicurazione marittima in cambio di una donazione al sovrano. Negli anni successivi, le società ottenevano l’autorizzazione ad operare come assicurazioni sulla vita e contro gli incendi, senza esclusiva.

---

<sup>28</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 36.

<sup>29</sup> Sulle associazioni tontine e le assicurazioni tontinarie, si vedano De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 35 ss, e Rossetti M., *Il diritto delle assicurazioni*, Vol. III, CEDAM, Milano, 2013. In particolare, Rossetti M. riporta la storia del banchiere napoletano Lorenzo Tonti che emigrò in Francia intorno al 1635 e che prospettò al cardinale Mazarino l’idea delle associazioni, successivamente dette tontine, come strumento di drenaggio di denaro fresco. Il cardinale, a causa dello stato disastroso in cui versavano allora le finanze del regno, incoraggiò l’iniziativa.

<sup>30</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 38.

## 2.2. I Lloyd's

Alla fine del XVII secolo, i *caffè* di Londra rappresentavano un punto di incontro degli uomini di affari. Si concludevano scambi commerciali, aste per la vendita di merci, si scambiavano notizie di carattere generale sull'andamento degli affari. Il *caffè* di Edward Lloyd "Lloyd's" era frequentato da persone che si occupavano di affari marittimi. A seguito di una serie di circostanze che ne accrescevano il prestigio, il Lloyd's, che conservava il nome anche dopo la morte del proprietario originario, diventava uno dei luoghi più importanti di Londra di affari in ambito marittimo, anche in relazione a tematiche assicurative. Iniziava a pubblicare un giornale recante informazioni sul movimento delle navi e istituiva il "registro navale" nel 1760, tuttora vigente, in cui venivano classificate le imbarcazioni in base alle loro condizioni e al livello di affidabilità.

Solo due anni dopo la pubblicazione di tale registro, un gruppo di frequentatori del Lloyd's (mercanti, banchieri, soggetti facoltosi, ossia i cosiddetti *Names*) decidevano di istituire un'associazione che decretava definitivamente la fine dell'epoca dei *caffè*. L'associazione Lloyd's otteneva il riconoscimento legale dalla legge del Parlamento del 1871 "*Lloyd's Act*". La nuova associazione di assicuratori si occupava dapprima delle assicurazioni marittime, poi di quelle a copertura di altre tipologie di rischi, quali il furto, le catastrofi naturali, derivanti dall'utilizzo delle "navi che viaggiano su terra". L'associazione si sviluppava molto rapidamente anche perché era la prima che assicurava quasi ogni tipologia di rischio. Nell'era contemporanea (intorno agli anni 1980), i Lloyd's si scontravano con difficoltà legate prevalentemente ai rischi catastrofali coperti dalle proprie polizze assicurative che richiedevano ingenti risarcimenti. Da questo periodo di crisi, i cosiddetti *Names*, che in principio dovevano rispondere con responsabilità illimitata ai danni subiti, lasciavano spazio a soggetti giuridici a responsabilità limitata<sup>31</sup>.

---

<sup>31</sup> Per approfondimenti sulla storia dei Lloyd's, si veda Gibb D.E.W., *Lloyd's of London: a study of individualism*, Macmillan, London, 1957. Inoltre, l'attuale sito internet della società presenta dettagli interessanti sulla propria evoluzione storica; a riguardo, si veda <https://www.lloyds.com/lloyds/about-us/history/corporate-history/the-early-days>.



### 3. **Gli effetti dello sviluppo industriale nel settore assicurativo (dal XVIII al XIX secolo)**

Lo sviluppo industriale degli anni seguenti all'epoca del Mercantilismo dava un importante impulso all'evoluzione del settore assicurativo. L'assicurazione riguardante la navigazione marittima veniva affiancata dall'assicurazione contro gli incendi delle fabbriche e a copertura dei rischi sul lavoro a favore degli operai. I lavoratori iniziavano ad accantonare denaro presso le casse di risparmio per provvedere direttamente ai momenti di difficoltà, alla propria previdenza e vecchiaia. Infatti, le casse di risparmio avevano lo scopo di proteggere e far fruttare le somme versate dalle classi più umili<sup>32</sup>. Occorreva contenere i costi sociali derivanti dallo sviluppo industriale del tempo. A fronte di tale esigenza, nascevano le assicurazioni sociali che garantivano coperture assicurative in caso di danni derivanti dal lavoro – infortuni, invalidità, perdita del lavoro – in cambio del versamento di contributi non necessariamente commisurati ai rischi coperti. Si sviluppavano anche le assicurazioni contro i danni legati al lavoro dei campi, specialmente derivanti da grandine o morte del bestiame.

Si evolvevano gli schemi assicurativi a tutela della vita umana. Esistevano due principali tipologia di assicurazione sulla vita: un tipo di contratto consentiva di ricevere una copertura assicurativa, ossia un capitale in denaro, in caso di morte dell'assicurato. Un secondo tipo di contratto invece consentiva di ricevere un capitale o una rendita vitalizia in caso di sopravvivenza dell'assicurato. L'assicurazione sulla vita si diffondeva in Inghilterra in particolare come riserva del patrimonio familiare a favore dei figli "cadetti" in quanto nel XVIII - XIX secolo ancora vigeva l'istituto del maggiorascato, per cui i beni di famiglia venivano assegnati al primogenito<sup>33</sup>. Il monopolio nel mercato assicurativo inglese cessava<sup>34</sup> e una nuova impresa di assicurazione, specializzata nei contratti vita, si affermava: *Equitable Assurances on Lives and Survivorships*, sotto forma di mutua. Il suo successo dipendeva anche dall'utilizzo di accurate tavole di mortalità che erano state elaborate dal reverendo Richard Price<sup>35</sup>. Nel 1774 con il *Gambling Act*, cessava definitivamente il gioco della scommessa, che anche ai quei tempi era spesso confusa con l'assicurazione sulla vita. Infatti, sovente si scommetteva sulla sopravvivenza di un personaggio pubblico, come il sovrano o il primo ministro. Questo intervento legislativo stabiliva che l'assicurazione sulla

---

<sup>32</sup> Sulla storia delle Casse di risparmio in generale, si veda De Rosa L., *Storia delle casse di risparmio e della loro Associazione 1822-1950*, Editori Laterza, Bari, 2003.

<sup>33</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 53.

<sup>34</sup> Si veda *supra et infra*, con riferimento alle società *Royal Exchange Assurance e London Assurance Corporation*.

<sup>35</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 53.

vita era lecita solo se fosse stato dimostrato l'interesse del sottoscrittore alla sopravvivenza dell'assicurato<sup>36</sup>.

In Germania, l'assicurazione sulla vita era prevalentemente basata sul principio di mutualità. La principale mutua era la Banca di assicurazione sulla vita, fondata a Gotha<sup>37</sup>. In Francia, invece, le associazioni tontine riprendevano la loro attività dopo la caduta dell'Impero napoleonico e, insieme alle imprese di assicurazione, sottostavano alla sorveglianza della Commissione delle Tontine, istituita nel 1842 a Parigi. Le principali imprese di assicurazione parigine in forma mutuale e a premio fisso – *Assurance Mutuelle Immobilière de la Ville de Paris* e *Assurance Générales* – esercitavano l'assicurazione sulla vita e anche quella contro gli incendi dato che a Parigi le abitazioni erano più resistenti e i soccorsi, che aiutavano a spegnere il fuoco, erano abbastanza rapidi, limitando così i danni derivanti dagli stessi.

In via generale, date le condizioni precarie del lavoro, sia per l'igiene sia per la pericolosità di certe mansioni che metteva a rischio la buona salute del salariato, nella seconda metà del 1800 le istituzioni pubbliche iniziavano a occuparsi di previdenza e supporto nella vecchiaia. Ad esempio, la Cassa Nazionale di Rendite Vitalizie in Inghilterra (1837) o la Cassa Nazionale delle Pensioni in Francia (1850). Il datore di lavoro iniziava a versare parte del premio per la previdenza del lavoratore direttamente a questi istituti.

### **3.1. Le assicurazioni marittime in Inghilterra**

In Inghilterra, nella prima metà del 1800, si assistevano a evoluzioni del settore assicurativo, specialmente legate alla cessione del monopolio e alla liberalizzazione delle società per azioni. In particolare, il monopolio concesso nel 1720 alla *Royal Exchange* e alla *London Assurance* – che dava tra l'altro impulso all'istituzione dell'associazione dei Lloyd's – veniva revocato nel 1824 in particolare per il limitato giro di affari che le imprese erano state in grado di sostenere in quanto infieriva sullo sviluppo del settore.

Inoltre, un importante limite che veniva superato in quei anni era rappresentato dal riconoscimento dell'impresa di assicurazione in forma di società per azioni. Tale forma societaria, necessaria per avere accesso a maggiori capitali di investimento, veniva riconosciuta solo al verificarsi di determinate e stringenti condizioni, come stabilito dal *Bubble Act*<sup>38</sup>. Le imprese che non riuscivano a

---

<sup>36</sup> Per un approfondimento sulle disposizioni del Gambling Act, si veda Pearson R., *The development of international insurance*, Routledge, London e New York, 2015.

<sup>37</sup> *Annuali universali di statistica, economia pubblica, storia, viaggi e commercio*, Società degli editori degli annuali universali delle scienze e dell'industria, Milano, 1832.

<sup>38</sup> Questa legge fu emanata dal Parlamento di Inghilterra dopo il crollo della borsa del 1720, causato prevalentemente dalle forti speculazioni sui titoli della South Sea Company, la quale si occupava di commerci con le colonie spagnole nel Sud America in regime di monopolio. Per

ottenere la *charter of incorporation* si trasformavano in società mutue, specialmente quelle operanti nel settore delle assicurazioni sulla vita, o non erano abbastanza solide per mantenere risultati positivi nel tempo. Con l'abrogazione del *Bubble Act* nel 1825 anche le società non riconosciute potevano emettere azioni libere e i privilegi, dapprima riservati alle società qualificate con la *charter of incorporation*, venivano concessi mediante lettera del sovrano e poi tramite registrazione, qualora avessero accettato di sottostare a determinate condizioni, come la pubblicazione del bilancio.

### **3.2. Le assicurazioni nel territorio italiano**

L'attività assicurativa nel territorio italiano era confinata nelle principali piazze del commercio marittimo, quali Venezia e Genova. Gli affari riprendevano intorno alla metà del 1700 per nuove opportunità derivanti dalle potenze barbaresche di Algeri, Tunisi, Tripoli che si affidavano alle assicurazioni italiane per far fronte ai danni subiti dalla pirateria dei mari<sup>39</sup>. Nella piazza di Venezia venivano fondate nuove imprese di assicurazione, quali la Compagnia Veneta di Sigurtà, la Camera Veneta di Assicurazioni, il Banco di Assicurazioni, che, dato il limitato numero di assicurati che riuscivano ad attrarre, assicuravano solo parte del rischio, lasciando allo stesso assicurato l'onere di una franchigia<sup>40</sup>. In concorrenza con Venezia, vi era la piazza di Trieste, dichiarata porto franco nel 1719 da Carlo VI e Maria Teresa d'Asburgo affinché diventasse lo sbocco sul Mediterraneo del commercio di tutto l'Impero austriaco. Il commercio marittimo a Trieste si sviluppava dunque anche per il favore del governo, per il vasto entroterra, che mancava invece a Venezia nonché per il dinamismo culturale della città in cui convivevano popolazioni di differenti gruppi sociali (triestini, ebrei, dalmati). Le principali imprese di assicurazione della seconda metà del 1700 a Trieste, sempre per gli affari legati al commercio marittimo, erano la Compagnia di Assicurazione, la Camera di Assicurazioni e Cambi Marittimi, la Società Greca di Assicurazioni. Queste ultime fecero poi diventare Trieste la principale piazza assicurativa del territorio<sup>41</sup>.

Altre piazze marittime, che però si sviluppavano solo nel territorio limitrofe, erano Livorno e Ancona, legate tra l'altro allo sostentamento dello Stato

---

approfondimenti sulle disposizioni del Bubble Act, si veda Harris R., *The Bubble Act: its passage and its effects on business organizations*, The Journal of Economic History, 54, 3, settembre 1994.

<sup>39</sup> *Annuali universali di statistica, economia pubblica, storia, viaggi e commercio*, Società degli editori degli annuali universali delle scienze e dell'industria, Milano, 1832, p. 118.

<sup>40</sup> Per approfondimenti sull'attività assicurativa nella piazza di Venezia, si vedano i lavori di De Simone E. (2011) e Rossetti M. (2008), cit. *supra*, nonché l'elaborato di Stefani G., *L'assicurazione a Venezia dalle origini alla fine della Serenissima*, Assicurazioni Generali di Trieste e Venezia, Trieste, 1956.

<sup>41</sup> Per approfondimenti sulla storia di Trieste nell'ambito del settore assicurativo, si veda Millo A., *Trieste, le assicurazioni, l'Europa*, FrancoAngeli, Milano, 2004.

Pontificio. A Genova il monopolio concesso alla Compagnia Generale delle Assicurazioni Marittime terminava intorno al 1778 e, in seguito, venivano fondate altre imprese di assicurazione, tra cui la Compagnia del Commercio Generale delle Assicurazioni Marittime. Nel Regno di Napoli, nel 1751 era istituita la Reale Compagnia di Assicurazioni Marittime che sarebbe andata in rovina qualche anno dopo in particolare per la presenza dei pirati barbareschi, la malafede dei mercanti, la gestione inefficiente dei patrimoni<sup>42</sup>.

Prevalentemente nel nord Italia, si sviluppavano le associazioni di mutuo soccorso a favore dei mestieri – salariati, artigiani, musicisti, tipografi, artisti – al posto delle antiche corporazioni di arti e mestieri, per fornire supporto ai lavoratori sia per infortuni sul lavoro sia in termini di previdenza sociale<sup>43</sup>.

Il mercato assicurativo italiano si sviluppava in particolare per le tecniche di calcolo attuariale sempre più raffinate a un'adeguata determinazione del premio assicurativo<sup>44</sup>. Le assicurazioni iniziavano a diffondersi anche in piazze che non affacciavano sul mare, come Milano e Torino. Quest'ultime vedevano l'istituzione di numerose società mutue di assicurazione – quale la milanese Società de' Compensi Vicendevoli contro i Danni della Grandine – che inizialmente riconoscevano un indennizzo parziale, in proporzione delle somme di denaro disponibili.

Negli anni Trenta, a Trieste, venivano istituite due grandi imprese di assicurazione, destinate a diventare principali attori del mercato assicurativo contemporaneo. Nel 1831, sorgeva l'Imperial regia privilegiata Compagnia nominata Assicurazioni Generali Austro-italiche (che dal 1848 diventava Assicurazioni Generali). Questa operava nelle assicurazioni conosciute fino a quel periodo storico, quali quelle contro i danni da incendio, marittime, sulla vita umana. La società si sviluppava molto velocemente in particolare per la presenza capillare sul territorio. Era presente in Lombardia, Piemonte, Veneto, Sicilia,

---

<sup>42</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 62.

<sup>43</sup> Sulla storia delle imprese di assicurazione italiane, si vedano in particolare Caizzi B., *Assicurazione ed economia nell'età moderna*, Giuffrè, Milano, 1975, e Caizzi B., *L'assicurazione in Italia fino all'Unità*, Giuffrè, Milano, 1975.

<sup>44</sup> Nel periodo, veniva realizzata una prima forma di unificazione legislativa quale conseguenza dell'annessione di parte del territorio italiano all'Impero francese e l'adozione del codice di commercio francese. Le nuove norme riguardavano per lo più i contratti di assicurazione marittima e la previsione di un sensale competente alla redazione dei contratti e all'accertamento del corso dei premi. Come riporta Guccione A.V., il codice napoleonico non conteneva invece disposizioni specifiche sull'impresa di assicurazione. Si veda Guccione A.V., *Le Assicurazioni*, in *Storia della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa*, Banca d'Italia, Marsilio Editori, Venezia, 2012, p. 496.

Sardegna, Trentino. Aveva poi istituito una sede della direzione per gli Stati italiani a Venezia<sup>45</sup>.

L'altra importante impresa di assicurazione triestina era la Riunione Adriatica di Sicurtà (RAS), istituita nel 1838. Anche questa impresa godeva di una adeguata rete di attività, specialmente nel territorio dell'Italia settentrionale<sup>46</sup>.

A Torino venivano istituite altre imprese di assicurazione, che sarebbero anch'esse diventate importanti attori del settore assicurativo europeo contemporaneo. Queste erano la Reale Società di Assicurazione Generale e Mutua contro gli Incendi (Reale Mutua) e la Compagnia Anonima di Assicurazioni di Torino (Toro). La prima, fondata nel 1829, godeva di un monopolio legale dell'assicurazione contro gli incendi ed era costituita a forma di mutua, con capitale aperto, in cui gli associati si impegnavano a pagare il premio e a fare fronte a impegni straordinari qualora la società non fosse stata sufficientemente solvente. La Toro, invece, veniva fondata nel 1833 come società a premio fisso, senza quindi confliggere con l'esclusiva fornita alla Reale Mutua sulle assicurazioni contro gli incendi<sup>47</sup>.

L'attività assicurativa si sviluppava anche nelle piazze di Genova, con tante piccole imprese di assicurazione che iniziavano ad accordarsi sui prezzi per abbattere i costi di un'eccessiva concorrenza. Anche nei Ducati (Reggio Emilia, Modena, Parma e Piacenza) si diffondeva l'assicurazione contro gli incendi, per lo più servita dai pubblici poteri. Mentre nelle due Sicilie, le assicurazioni marittime continuavano ad avere il primato degli assicurati.

Come in Inghilterra durante la rivoluzione industriale, anche in Italia i movimenti mutualistici si diffondevano a supporto delle questioni del disagio sociale. La loro espansione veniva agevolata, tra l'altro, dalla promulgazione dello Statuto Albertino che riconosceva la libertà di associazione e riunione<sup>48</sup>.

---

<sup>45</sup> Per approfondimenti sulla storia delle Assicurazioni Generali, si veda *Il centenario delle Assicurazioni Generali 1831-1931*, Editrice La Compagnia – Istituto Geografico De Agostini, Trieste e Novara, 1931. Inoltre, l'attuale sito internet della società presenta dettagli interessanti sulla propria evoluzione storica; a riguardo, si veda <http://www.generali.it/Chi-Siamo/La-Storia/>.

<sup>46</sup> Si precisa che attualmente l'impresa di assicurazione RAS fa parte del Gruppo Allianz che ne ha acquisito il controllo nel 1987 e poi in modo totalitario nel 2005.

<sup>47</sup> Per approfondimenti sulle imprese di assicurazioni costituite sul territorio torinese, si veda Bruno V., *Per affari e per amore: gli italiani e le assicurazioni dal Risorgimento a oggi*, Rizzoli, Milano, 2011.

<sup>48</sup> A riguardo si precisa che la libertà di associazione non era direttamente prevista dallo Statuto Albertino – ossia lo Statuto del Regno d'Italia del 4 marzo 1848, noto come Statuto Albertino dal nome del re che lo promulgò, Carlo Alberto di Savoia – ma la dottrina la deduceva dalla libertà di riunione (articolo 32).

#### **4. Le assicurazioni private e le assicurazioni sociali (dal XIX al XX secolo)**

Lo sviluppo economico contribuiva a elevare il benessere sociale e quindi l'interesse dell'individuo alla protezione. Al contempo, sorgevano nuovi rischi da coprire, come per esempio gli incidenti automobilistici, aerei, sul lavoro di fabbrica. Le assicurazioni si sviluppavano sia per dimensione – al fine di raccogliere una maggiore quantità di premi e diversificare i rischi – sia per tipologia di coperture assicurative offerte, che miravano a risarcire danni derivanti dai rischi sempre più numerosi della vita umana. Le assicurazioni iniziavano a investire gli ingenti capitali raccolti al fine di divenire più solide e solventi nei confronti degli assicurati, diventando importanti attori sul mercato dei capitali. In quest'ottica, si sviluppava il fenomeno dell'internazionalizzazione dell'attività assicurativa che si spingeva sempre di più oltre confine per potenziare i propri affari.

A fianco delle imprese di assicurazione, che venivano istituite per lo più sotto forma di società per azioni posto che i vincoli originariamente presenti per questo tipo di società venivano a mancare, si diffondevano anche le assicurazioni sociali offerte dallo Stato. Le assicurazioni sociali, dapprima istituite a garanzia di determinati rischi della popolazione, si affermavano successivamente come strumenti della cosiddetta previdenza sociale. In sostanza, i lavoratori accantonavano propri contributi in cambio della copertura di determinati rischi legati al lavoro. Pertanto, nella seconda metà del XIX secolo, il settore assicurativo era caratterizzato da imprese di assicurazione private, sotto forma di società per azioni o di mutue o di cooperative, e da enti pubblici che esercitavano le assicurazioni sociali a supporto dei cittadini.

L'assicurazione sulla vita registrava una crescita consistente specialmente negli Stati Uniti. Le imprese di assicurazione, prevalentemente situate nella zona orientale del Paese, si diffondevano rapidamente in particolare per i crescenti investimenti che operavano sul mercato dei capitali. Come mitigazione dei rischi che incorrevano nell'attività di investimento, il legislatore interveniva con una regolamentazione del settore assicurativo, prevalentemente orientata a introdurre limiti quantitativi e qualitativi agli investimenti. Venivano agevolati gli investimenti a rischio basso, come i titoli di Stato. Agli inizi del XX secolo, nonostante la regolamentazione che limitava azioni speculative sul mercato di capitali ad opera delle imprese di assicurazione, quest'ultime andavano incontro a un periodo di crescita e sviluppo. La forte concorrenza presente sul mercato assicurativo americano portava l'offerta di nuovi prodotti assicurativi, destinati alla copertura di svariati rischi, molti dei quali legati al mondo lavorativo, tra cui il rischio di morte dei dirigenti strategici per un'azienda. La depressione economica successiva al crollo della borsa di *Wall Street* esponeva le imprese di

assicurazione alla probabilità di esercizio del diritto di riscatto, ove concesso, e alle anticipazioni sulle polizze<sup>49</sup>.

Anche nel Vecchio Continente, l'attività assicurativa veniva esercitata a copertura di nuovi rischi, quali ad esempio l'invalidità per malattia, la responsabilità civile degli impiegati, per la quale rispondeva il datore di lavoro in caso di danni a terzi. Vi erano polizze assicurative a copertura dei rischi di rottura di vetri e cristalli, a protezione degli esercizi commerciali che investivano ingenti capitali per acquistare la vetrina del negozio. Con lo sviluppo dei traffici via terra, molte imprese di assicurazione inglesi iniziavano a offrire assicurazioni per la responsabilità civile degli automobilisti, che sarebbe diventata obbligatoria in poco tempo a livello mondiale<sup>50</sup>. L'espansione anche dei traffici aerei determinava l'obbligatorietà dell'assicurazione contro gli incidenti causati da questi velivoli.

#### **4.1. Le assicurazioni private**

L'evoluzione economica e industriale dell'Europa che si verificava tra la fine del XIX e l'inizio del XX secolo spingeva i mercati assicurativi verso una struttura e organizzazione più moderna. A livello europeo, Inghilterra, Francia e Germania erano i mercati assicurativi più sviluppati e profittevoli. Ciò dipendeva dalla propensione delle imprese di assicurazione locali a investire in tre fattori principali che con il tempo si rilevarono vincenti: l'internazionalizzazione dell'impresa, la riassicurazione dell'attività assicurativa e la concentrazione del mercato<sup>51</sup>. Infatti, il processo di internazionalizzazione portava le imprese di assicurazione a raggiungere ampie dimensioni di *business* che consentivano di coprire i rischi più ingenti. Con la riassicurazione, in aggiunta, le imprese riuscivano a penetrare in nuovi mercati, spesso stranieri, offrendo un servizio diverso rispetto a quello dell'assicuratore. Infatti, il riassicuratore era un'impresa di assicurazione che assicurava i rischi ceduti da un'altra impresa di assicurazione.

---

<sup>49</sup> Per un approfondimento sul settore assicurativo d'oltre oceano, si veda Pearson R., *The development of international insurance*, Routledge, London e New York, 2015.

<sup>50</sup> Come ricorda Giampaolino C.F., *Le assicurazioni: l'impresa e i contratti*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2013, p. 448; con riferimento all'Italia, l'assicurazione obbligatoria della responsabilità civile derivante dalla circolazione dei veicoli a motore e dei natanti è stata introdotta dalla Legge n. 990 del 24 dicembre 1969 (oggi completamente sostituita dal Codice delle Assicurazioni Private), in attuazione della Convenzione europea firmata a Strasburgo il 20 aprile 1959. Come commenta l'autore, l'introduzione di questa legge ha segnato l'inizio, nell'ordinamento giuridico italiano, di un processo volto alla realizzazione di un sistema nel quale il danno subito dalla vittima di incidenti provocati da automobili ha carattere sociale in quanto concernente l'intera collettività data l'impossibilità di considerarlo una questione individuale tra danneggiante e danneggiato. Per maggiori dettagli, si veda anche Gallone A., *Le assicurazioni private*, Vol. II, Utet, Torino, 2006, p. 1684.

<sup>51</sup> Per il dettaglio dell'analisi, si veda De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 72 e 78 ss.

In sostanza, le imprese di assicurazione, per garantire all'assicurato una maggiore tutela di indennizzo, si assicuravano a loro volta presso un'altra impresa (di riassicurazione) la quale rispondeva con le proprie riserve in caso di sinistro, per la parte dei rischi presi in carico dall'impresa di assicurazione cedente. Questa forma di assicurazione si sviluppava principalmente in Germania, poi in Inghilterra e nel resto dell'Europa.

Inoltre, con la diffusione del capitalismo industriale, il settore finanziario e industriale venivano investiti da un importante processo di integrazione, in cui le imprese si accorpavano per espandere l'attività su nuovi orizzonti e non, come sovente avveniva, per superare condizioni finanziarie sfavorevoli.

In Italia, il mercato assicurativo, dapprima molto conservatore e limitato a imprese nazionali, dagli anni dell'Unità del Paese (1861) iniziavano a operare un numero maggiore di imprese di assicurazione straniera<sup>52</sup>. L'aspetto più importante era rappresentato dall'evoluzione della regolamentazione nell'ambito del diritto commerciale e privato, che conseguentemente interessava anche il settore assicurativo. In particolare, nel 1865 veniva promulgato il codice del commercio. Tale codice, in materia assicurativa, regolamentava l'attività dei sensali e la disciplina dei contratti assicurativi, specialmente quelli marittimi. Inoltre, qualificava come atti di commercio sia l'assicurazione marittima sia quella per i corpi terrestri. Invece, erano tralasciate norme sull'impresa di assicurazione che, tuttavia, doveva versare un deposito cauzionale allo Stato ai fini dell'autorizzazione all'esercizio<sup>53</sup>.

Venivano istituite le principali imprese di assicurazione italiane, tra le quali la Fondiaria a Firenze (1879), l'Alleanza a Genova (1898), la Società Cattolica di Assicurazioni a Verona (1899). Le Assicurazioni Generali e la Riunione Adriatica di Sicurtà avevano sede a Trieste e rientravano tra le imprese estere in quanto appartenenti alla città giuliana dell'Impero austro-ungarico. Il mercato assicurativo italiano operava su tutti i rami e l'assicurazione marittima e quella contro gli incendi erano le più diffuse. Con riferimento all'assicurazione sulla vita, il mercato veniva sospinto anche dall'evoluzione delle assicurazioni sociali. In tale ambito, vi erano imprese di assicurazione che continuavano a operare secondo schemi tontinari, quale ad esempio la Cassa Nazionale Mutua Cooperativa per le Pensioni che assicurava una pensione vitalizia dopo vent'anni di contributi versati che però ridistribuiva fra gli altri associati in caso di premorienza del contribuente. In ragione della funzione sociale che veniva

---

<sup>52</sup> Guccione A.V., *Le Assicurazioni*, in *Storia della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa*, Banca d'Italia, Marsilio Editori, Venezia, 2012, p. 497.

<sup>53</sup> Guccione A.V., *Le Assicurazioni*, in *Storia della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa*, Banca d'Italia, Marsilio Editori, Venezia, 2012, p. 514. Si veda l'opera citata anche per dettagli sull'evoluzione storica del settore assicurativo nazionale dall'Unità d'Italia alle privatizzazioni e alla riforma del sistema previdenziale degli inizi degli anni Duemila.



attribuita all'assicurazione sulla vita, nel 1912 una legge affidava il monopolio di tale forma assicurativa all'Istituto Nazionale delle Assicurazioni (INA) <sup>54</sup>. Le imprese di assicurazione dell'epoca, attive nel ramo vita, avevano dieci anni di tempo per trasferire gli impegni assunti dei propri assicurati all'INA, riconoscendo all'Istituto medesimo una quota dei premi sottoscritti durante il periodo transitorio. L'INA doveva concentrare l'attività di investimento, specialmente quella a copertura delle riserve tecniche, in titoli di Stato e gli impegni assunti nei confronti degli assicurati erano garantiti dallo Stato medesimo. Da questo momento venivano abolite definitivamente le associazioni tontine.

Durante la prima guerra mondiale, vi erano forti difficoltà, soprattutto nel settore della navigazione, in quanto i contratti assicurativi non prevedevano risarcimenti del danno derivanti da rischi di guerra. Lo Stato doveva quindi intervenire facendosi garante dei necessari risarcimenti tramite l'INA. In particolare, l'Istituto provvedeva alla copertura assicurativa, per conto dello Stato, di danni derivanti da rischi bellici per merci e navi, e operava come riassicuratore delle imprese di assicurazione italiane. Oltre ai rischi da guerra, lo Stato doveva anche assicurare quei rischi, inizialmente assunti da imprese di assicurazione estere che, per la guerra, divennero nemiche e dalle quali lo Stato stesso decise di rescindere per evitare qualsiasi tipo di vantaggio economico, a favore del Paese avversario. Alla fine della prima guerra mondiale, Trieste veniva annessa all'Italia e l'ingresso delle due importanti imprese di assicurazione triestine portava il Paese ad essere un forte attore del mercato assicurativo, anche straniero. Anche a seguito di tale circostanza, veniva a cessare nel 1923 il monopolio statale dell'assicurazione vita, prevedendo nel periodo transitorio il trasferimento di una parte di raccolta premi, decrescente con il tempo, all'INA. Le attività dedicate al ramo danni dell'INA venivano trasferite alla costituenda impresa Le Assicurazioni d'Italia (Assitalia) e l'Istituto diveniva l'ente preposto al mercato delle assicurazioni vita. La stabilità monetaria del dopo guerra, gli accenni a una ripresa economica e la presenza di una concorrenza equilibrata sul mercato favorivano lo sviluppo del mercato assicurativo<sup>55</sup>.

#### **4.2. Le assicurazioni sociali**

Già dall'epoca della rivoluzione industriale, in cui vi era stato un incremento di infortuni sul lavoro e malattie per scarse condizioni igieniche lavorative, era emersa la necessità di un sostegno finanziario per la sopravvivenza nel periodo

---

<sup>54</sup> Guccione A.V., *Le Assicurazioni*, in *Storia della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa*, Banca d'Italia, Marsilio Editori, Venezia, 2012, p. 488. Si veda l'opera citata anche per dettagli sulle disposizioni che regolavano l'attività dell'INA.

<sup>55</sup> Per il dettaglio dell'analisi, si veda De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 86.

della vecchiaia e in caso di invalidità. La classe lavoratrice si batteva affinché venissero riconosciute garanzie a tutela della propria incolumità sul posto di lavoro. L'assistenza sociale, le opere pie della Chiesa cattolica, le società di mutuo soccorso non potevano sopperire alla domanda della classe lavoratrice. Le assicurazioni sociali diventavano obbligatorie per la prima volta in Germania, in cui, già ai tempi del cancelliere Bismarck (fine 1800), venivano introdotte assicurazioni obbligatorie per malattie, infortuni sul lavoro nonché per vecchiaia e invalidità<sup>56</sup>.

La prima forma assicurativa sociale obbligatoria era quella a copertura degli infortuni sul lavoro. Lo sviluppo era determinato, in particolare, dall'aumento degli incidenti sul luogo di lavoro, dalla minore ostilità dei movimenti socialisti che erano inizialmente contrari all'assicurazione in quanto percepita come strumento di dissuasione dei lavoratori dalla lotta di classe nonché dalla sua attinenza con forme assicurative già previste all'interno delle legislazioni nazionali, quali quella relativa alla responsabilità personale per danni causati a terzi. Secondo lo schema originario, l'onere della prova ricadeva sul lavoratore che doveva dimostrare la responsabilità del datore di lavoro in caso di incidente. Successivamente, il rischio di infortuni veniva considerato come rischio insito nella stessa attività lavorativa, la cui responsabilità doveva ricadere sul datore di lavoro il quale traeva vantaggio dalla stessa attività lavorativa. Le assicurazioni obbligatorie per malattie, invalidità, vecchiaia, maternità tardavano ad affermarsi. Da studi di politica economica, si rilevava una forte differenza di trattamento delle politiche sociali in presenza di regimi autoritari, ovvero a consenso più allargato. In particolare, nel primo caso, come la Germania, l'Austria, l'Italia, il rischio di una sovversione da parte della classe operaia spronava all'adozione di politiche sociali più evolute che consentissero, tra l'altro, di attrarre maggiore consenso politico popolare. Mentre, in Paesi orientati a una democrazia più parlamentare, come la Francia, il Belgio, intervenivano più tardi con politiche sociali, nonostante lo sviluppo economico e sociale raggiunto<sup>57</sup>.

Un'importante tappa del processo evolutivo delle assicurazioni sociali era rappresentato dalla presenza di varie organizzazioni internazionali, quale l'Organizzazione Internazionale del Lavoro (OIL) istituita (1919) in occasione della Conferenza di pace di Versailles nell'ambito delle Nazioni Unite, con scopi di diffusione della tutela dei lavoratori e della previdenza sociale. A tale Organizzazione si affiancavano Organismi delle Nazioni Unite, ossia l'Associazione Internazionale della Sicurezza Sociale (1927), quale ente di accentramento dei gestori della sicurezza sociale, e l'Organizzazione Mondiale

---

<sup>56</sup> Sulle assicurazioni sociali e la distinzione con le assicurazioni private, si veda Rossetti M., *Il diritto delle assicurazioni*, Vol. III, CEDAM, Milano, 2013.

<sup>57</sup> Per il dettaglio dell'analisi, si veda De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 89.

della Sanità (1948), quale istituzione specializzata nella prevenzione della salute e delle malattie. Nel Paese d'Oltreoceano, venivano introdotte le assicurazioni obbligatorie (1935) dapprima per vecchiaia e disoccupazione, poi anche per malattia e invalidità<sup>58</sup>.

#### **4.2.1. Le assicurazioni sociali in Italia**

A seguito dell'Unità d'Italia, vi erano posizioni contrastanti in materia di politiche sociali. In particolare, la borghesia non gradiva un eccessivo intervento dello Stato nell'ambito assistenziale, nonostante gli interventi fossero attuati tramite le opere pie della Chiesa cattolica. Gli stessi Cattolici tendevano a ostacolare l'ingerenza dei pubblici poteri in ambiti sostanzialmente a loro riservati. Il nascente movimento operaio e socialista era contrario a interventi statali in quanto considerati espressione del potere della classe borghese, preferendo meccanismi di mutuo soccorso o mutualità volontaria. Nel 1898 veniva istituita la Cassa Nazionale di Previdenza per l'invalidità e la vecchiaia degli operai, che raccoglieva le forme assicurative volontarie e riconosceva i diritti pensionistici al superamento di venticinque anni di versamenti contributivi e una pensione di invalidità dopo cinque anni di permanenza nella Cassa. Inoltre, la gestione delle assicurazioni sociali di invalidità, di vecchiaia e di maternità venivano affidate alla Cassa Nazionale di Previdenza<sup>59</sup>.

L'inizio del 1900 portava significative novità nell'ambito delle assicurazioni sociali. Le forze politiche e le parti sociali si rendevano conto che le assicurazioni sociali a contribuzione volontaria non erano sostenibili nel lungo periodo, né socialmente utili in quanto operavano in condizioni di costante sofferenza finanziaria. Nel 1917 veniva adottato il primo provvedimento in materia di assicurazione automatica contro gli infortuni<sup>60</sup>. Questa forma assicurativa era automatica ed era riconosciuta anche a favore del datore di lavoro e non solo del lavoratore subordinato. Successivamente, veniva approvato il provvedimento in materia di assicurazioni obbligatoria per invalidità e vecchiaia per tutti i lavoratori

---

<sup>58</sup> Per un'analisi sul sistema delle assicurazioni sociali e di pubblica assistenza negli Stati Uniti, si veda Gordon L., *Social insurance and public assistance: the influence of gender thought in the United States, 1890-1935*, *The American Historical Review*, 7, 1, febbraio 1992.

<sup>59</sup> Guccione A.V., *Le Assicurazioni*, in *Storia della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa*, Banca d'Italia, Marsilio Editori, Venezia, 2012, p. 499.

<sup>60</sup> Il principio della "automaticità" riguarda sia la costituzione del rapporto assicurativo, che sorge *ex lege* come diretta conseguenza del rapporto di lavoro, sia il diritto del lavoratore alle prestazioni assicurative che sono a lui dovute come conseguenza automatica dell'infortunio, anche nei casi in cui sia stata adottata l'adeguata diligenza da parte del datore di lavoro. Tale principio è stato poi elevato a regola del sistema previdenziale (cfr. articolo 2116 del Codice Civile). Per approfondimenti, si veda La Torre A., *Cinquant'anni col diritto: Diritto delle Assicurazioni*, Vol. II, Giuffrè Editore, Milano, 2008, p. 184.

(1919), compresi gli impiegati<sup>61</sup>. I lavoratori potevano beneficiare di una pensione di vecchiaia al raggiungimento dei sessantacinque anni di età e di venticinque anni di contributi, nonché di una pensione di invalidità dopo cinque anni di contributi. La Cassa Nazionale di Previdenza veniva trasformata in Cassa Nazionale per le Assicurazioni Sociali.

Come metodo di gestione delle assicurazioni sociali, lo Stato optava per il sistema a capitalizzazione, invece di quello a ripartizione. In sostanza, con il primo metodo, i contributi versati dagli iscritti venivano accantonati a riserva tecnica, a garanzia delle prestazioni dovute. In questo caso, occorre una gestione prudente in particolare in momenti di forte inflazione che potevano portare a un decremento degli accantonamenti. Mentre, con il sistema a ripartizione, la copertura degli oneri avveniva con riferimento a quelli che si sarebbero verificati in corso d'anno. L'unica garanzia in quest'ultimo caso era dovuta dall'esistenza di iscritti futuri i cui contributi andavano a sostegno delle uscite future<sup>62</sup>.

Un ulteriore intervento legislativo che segnava un significativo cambiamento nel settore delle assicurazioni a sostegno del mondo del lavoro era l'assicurazione contro la disoccupazione introdotta nel 1919<sup>63</sup>. Questa veniva sviluppata nel periodo del fascismo, durante il quale si consideravano le politiche sociali una suprema forma di collaborazione tra capitale e lavoro, come da Carta del Lavoro approvata nel 1927. Alle assicurazioni obbligatorie, si aggiungevano le assicurazioni contro la tubercolosi, le malattie professionali degli operai<sup>64</sup>. Nel 1933 venivano introdotti l'Istituto Nazionale per le Assicurazioni contro gli Infortuni sul Lavoro (INAIL) e l'Istituto Nazionale della Previdenza Sociale (INPS), derivante dalla trasformazione della Casa Nazionale per le Assicurazioni Sociali. Successivamente, venivano introdotte novità nel settore delle assicurazioni sociali. Venivano istituite le pensioni di reversibilità, che riconoscevano alla vedova e ai figli orfani un sostentamento, tenuto conto dei contributi versati dal coniuge in vita. Veniva abbassata l'età pensionabile, stabilendo sessant'anni per gli uomini e cinquantacinque anni per le donne. Sempre a sostegno del nucleo familiare, venivano riconosciuti assegni familiari in

---

<sup>61</sup> Si veda il Decreto-legge Luogotenenziale 21 aprile 1919, n. 603, concernente l'assicurazione obbligatoria contro la invalidità e la vecchiaia per le persone di ambo i sessi che prestano l'opera loro alle dipendenze di altri. Inoltre, per dettagli sull'evoluzione delle forme previdenziali, si veda Cinelli M., *Diritto della previdenza sociale*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2015, p. 25 ss.

<sup>62</sup> Per un'illustrazione delle due metodologie di calcolo, si veda Fossati A., *Economia pubblica*, FrancoAngeli, Milano, 2000, p. 321 ss.

<sup>63</sup> Cinelli M., *Diritto della previdenza sociale*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2015, p. 31. L'autore illustra l'evoluzione del trattamento della disoccupazione, evidenziando che inizialmente si trattava di assicurazione contro la disoccupazione e che poi diventava assicurazione per l'impiego.

<sup>64</sup> Guccione A.V., *Le Assicurazioni*, in *Storia della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa*, Banca d'Italia, Marsilio Editori, Venezia, 2012, p. 499.

base al numero di figli, che prevedevano anche una percentuale di contribuzione da parte dello Stato<sup>65</sup>.

## **5. Le assicurazioni nel mondo contemporaneo (dal XX al XXI secolo)**

### **5.1. L'espansione dell'attività assicurativa**

A partire dalla metà del XX secolo, si assisteva a trasformazioni economiche e sociali rilevanti che portavano a maggiori consumi di beni e servizi da parte della popolazione. La cosiddetta *golden age* che interessava l'Europa, gli Stati Uniti ma anche il Giappone, la Cina, l'India<sup>66</sup>. Questo periodo era caratterizzato da un'economia fondata sul settore terziario. Nuove e crescenti opportunità lavorative si presentavano nel settore dei servizi, a differenza dell'agricoltura e dell'industria che rimanevano stabili. L'incremento demografico e il miglioramento del tenore di vita stimolavano la crescita e lo sviluppo del settore assicurativo. La popolazione aumentava e in breve tempo, secondo coefficienti di incremento inusuali rispetto a quelli registrati nel passato. Con la ripresa economica, l'incremento del benessere generale faceva aumentare anche la preoccupazione di poterlo perdere e quindi anche il bisogno di assicurarsi contro i rischi che lo insidiavano.

L'assicurazione sulla vita era il ramo maggiormente connesso al benessere sociale. Negli Stati Uniti si sviluppava in particolare grazie agli alti salari, al bisogno di previdenza per l'età pensionabile e per l'efficiente gestione dell'attività svolta dalle imprese di assicurazione<sup>67</sup>. In Europa, il ramo vita risentiva della forte inflazione del secondo dopo guerra, che incideva sulla disponibilità del capitale assicurato. In Francia e in Germania, lo Stato interveniva a integrare gli indennizzi a favore degli assicurati in quanto le imprese di assicurazione non sempre erano in condizioni di poter provvedere autonomamente<sup>68</sup>. Il ramo vita veniva rilanciato con l'offerta di prodotti indicizzati, il cui rendimento a favore dell'assicurato dipendeva dall'andamento del prezzo di beni primari e di consumo<sup>69</sup>.

---

<sup>65</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 90.

<sup>66</sup> Per approfondimenti sugli sviluppi economici e sociali della società del tempo che hanno portato all'età aurea del capitalismo, cosiddetta *golden age*, si veda Beber M.M., *Società internazionale*, Editoriale Jaca Book, Milano, 1997, p. 70.

<sup>67</sup> Per un approfondimento sullo sviluppo del sistema assicurativo negli Stati Uniti, si veda Pearson R., *The development of international insurance*, Routledge, London e New York, 2015.

<sup>68</sup> Per il dettaglio dell'analisi, si veda De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 99.

<sup>69</sup> Si fa riferimento, in particolare, ai cosiddetti prodotti *index linked*, i cui rendimenti dipendono dall'andamento del mercato azionario, con risultati indicizzati all'andamento di indici di borsa, e ai cosiddetti prodotti *unit linked*, caratterizzati da sottostanti di investimento maggiormente diversificati e flessibili, i cui rendimenti dipendono dall'andamento di fondi di investimento

In questo periodo, si sviluppavano le assicurazioni sanitarie private, specialmente nei Paesi in cui l'assistenza pubblica garantiva livelli molto bassi di servizio a favore di una parte limitata di popolazione<sup>70</sup>. Inoltre, nel 1980, le imprese di assicurazione sviluppavano maggiori sinergie con le banche per il cosiddetto fenomeno della *bancassurance* che poteva manifestarsi secondo diverse modalità, ad esempio tramite l'istituzione di un'impresa di assicurazione, spesso operante nel ramo vita, da parte di una banca capogruppo. Questo era il caso di Crédit Agricole in Francia, di Deutsche Bank in Germania e di Barclays Bank in Inghilterra. Si poteva anche realizzare anche a seguito dell'acquisizione di una banca da parte di un'impresa di assicurazione, oppure tramite l'instaurazione di rapporti di *joint venture* tra le stesse. Anche nella fase della distribuzione di prodotti, la *bancassurance* favoriva l'espansione del mercato assicurativo, in quanto i potenziali assicurati potevano soddisfare le proprie necessità di investimento e di copertura assicurativa presso un unico spazio commerciale<sup>71</sup>. La *bancassurance* rappresentava in via prevalente un modello di banca che, grazie alla presenza capillare sul territorio delle reti distributrici, poteva efficacemente perseguire strategie di diversificazione dell'offerta. L'obiettivo non era solo la realizzazione di sinergie di ricavo, ma anche il consolidamento di relazioni con la clientela. Il rafforzamento del *business* attraverso la vendita di servizi aggiuntivi alla clientela, già acquisita, risultava infatti più vantaggiosa dello sforzo necessario per acquisire nuovi clienti. La *bancassurance* dava una forte spinta all'innovazione di prodotto nel mercato assicurativo. Le imprese di assicurazione erano spinte a creare un'offerta di prodotti con formule assicurative e finanziarie di investimento, diversificate e simili ai prodotti bancari, già noti alla clientela<sup>72</sup>.

La previdenza complementare rappresentava un'altra forma di progresso del mercato assicurativo. I lavoratori si rivolgevano all'impresa di assicurazione per investire in forme pensionistiche integrative rispetto a quelle date dalla previdenza sociale<sup>73</sup>. Le imprese di assicurazione raccoglievano versamenti volontari dei

---

(interni o esterni all'impresa di assicurazione). Come sarà analizzato nel prosieguo dell'elaborato, specialmente al Capitolo III, Sezione I, con questa tipologia di prodotti, l'impresa di assicurazione trasferisce il rischio di investimento all'assicurato, tutelandosi in caso di condizioni sfavorevoli del mercato.

<sup>70</sup> Bellero A., *Assicurazioni contro i danni – iv. Assicurazione privata infortuni e v. Assicurazione malattie*, Digesto, 4a edizione, Sezione I, Torino, 1987, p. 434.

<sup>71</sup> Ad esempio, un prodotto assicurativo o indicizzato poteva essere collocato anche da un operatore di sportello bancario. Tramite opportuna attività di formazione del personale addetto alla vendita, le banche potevano quindi ampliare la gamma di prodotti destinati al collocamento e, conseguentemente, ripartire su un volume maggiore di attività i costi fissi delle strutture e aumentare la produttività del personale addetto allo sportello.

<sup>72</sup> Per approfondimenti in tema di *bancassurance*, si veda Desiata A., *Le nuove strategie dell'assicurazione e la bancassurance*, *Bancaria*, 50, 5, 1994, e, con specifico riguardo alla regolamentazione italiana in materia, Gambaro A., *La bancassurance e le aspettative della clientela*, *Diritto ed Economia dell'Assicurazione*, 2, 2011, p. 579.

<sup>73</sup> Cinelli M., *Diritto della previdenza sociale*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2015, p. 64.

lavoratori in fondi pensione che erano ormai diffusi in tutta Europa e negli Stati Uniti.

Lo sviluppo tecnologico portava, tra l'altro, innovazioni nel campo della commercializzazione di prodotti assicurativi. Negli anni Novanta nascevano le assicurazioni dirette, ossia quelle imprese di assicurazione che non si facevano supportare dall'agente assicurativo nella vendita dei prodotti assicurativi, ma vi provvedevano direttamente. Questa forma di *business*, anche tramite la diffusione di internet, consentiva alle imprese di assicurazione di essere più efficienti sia nei tempi sia nei costi d'impresa. Tra le principali imprese di assicurazione dirette, vi era la *Direct Line* della *Royal Bank of Scotland*, che si affermava prima nel Regno Unito e poi nel resto di Europa.

Si assisteva anche alla formazione di grandi gruppi assicurativi a seguito di importanti operazioni di concentrazione, dettate da esigenze di internazionalizzazione e stabilità finanziaria. I principali gruppi assicurativi erano *Zurich Financial Services Group* (Zurich), fondato nel 1872; il gruppo tedesco *Allianz* del 1890; il gruppo inglese *Aviva*, che derivava dalla *Commercial Union*, del 1896; il gruppo francese *Axa* del 1985, nato dalla *Mutuelle de l'Assurance* del 1817; il gruppo olandese *Aegon* della metà del 1900; il gruppo Generali del 1893, nato dalle omonime Assicurazioni triestine.

## **5.2. I principali modelli di capitalismo**

Nel corso del XX secolo a livello europeo e internazionale si sono affermate diverse tipologie di economie capitaliste. Il capitalismo, che di per sé è incentrato sulla proprietà privata dei mezzi di produzione, è di fatto esistente in varie forme le cui diversità dipendono prevalentemente dalla presenza più o meno incisiva dello Stato nell'economia sociale. Vi sono modelli di capitalismo che sono imperniati su sistemi cosiddetti *market oriented* (ossia il modello anglosassone, quale quello degli Stati Uniti o del Regno Unito), con strutture proprietarie diffuse, nonché su sistemi cosiddetti *relationship oriented* (ossia il modello renano, quale quello dell'Europa occidentale, e quello nipponico del Giappone), in cui prevalgono strutture proprietarie ristrette o chiuse<sup>74</sup>.

La diversa tipologia dei modelli di capitalismo porta conseguentemente a diversi modelli di *corporate governance* in termini di ruoli e responsabilità degli organi aziendali, processi organizzativi interni<sup>75</sup>.

Ecco quindi che il capitalismo anglosassone differisce da quello cosiddetto renano, nonché da quello nipponico, non solo in relazione al livello di intervento dello Stato nel sistema economico e finanziario di un Paese ma anche in ragione

---

<sup>74</sup> Zanolio M., *I modelli di capitalismo*, Vita e pensiero, 1304, 2015, p. 13.

<sup>75</sup> Crouch C., *Model of capitalism*, New Political Economy, 1, 4, 2005, p. 439 ss.

del fatto che dal modello di capitalismo dipende la struttura organizzativa e il funzionamento delle realtà aziendali operanti sul mercato di riferimento.

Il sistema anglosassone poggia storicamente sul principio di libera concorrenza ed è orientato a logiche di liberismo. L'obiettivo prevalente di raggiungimento di elevate *performance* di mercato contribuisce a orientare tale modello principalmente alla massimizzazione dei risultati di breve periodo. La proprietà non coincide di norma con il *management*, il quale ricopre importanti cariche negli organi di amministrazione delle imprese e le cui decisioni strategiche sono rimesse di fatto alla valutazione del mercato. La cosiddetta *public company* è una delle principali forme di impresa ad azionariato diffuso caratteristiche del modello anglosassone.

Invece, il modello di capitalismo renano, in cui la Germania è la capolista<sup>76</sup>, è orientato a una logica di economia sociale di mercato che comprenda, allo stesso tempo, il valore della competitività sul mercato con l'utilità e la coesione sociale. Considerando in particolare quest'ultimo obiettivo, tale modello non potrà che operare secondo un orizzonte di medio-lungo periodo. Normalmente vi sono pochi azionisti di riferimento e la proprietà rimane costante nel tempo e partecipa negli organi di amministrazione. In questo senso, il mercato azionario non trova ampie opportunità di sviluppo e crescita come invece accade per il modello anglosassone. Una forma di capitalismo renano è rappresentata dal modello italiano, caratterizzato dalla presenza di poche famiglie, che controllano la maggior parte delle imprese del Paese, e di tante piccole-medie imprese a prevalente conduzione familiare<sup>77</sup>. Il settore bancario rappresenta la principale fonte di finanziamento di quest'ultime e di norma non interviene apportando capitale di rischio.

Il modello nipponico risulta più simile a quello renano rispetto a quello anglosassone, seppure mantenendo le proprie peculiarità. In particolare, è un modello fondato sui valori dell'armonia sociale, della fiducia dei lavoratori, della sicurezza del posto di lavoro. Vi erano dapprima i cosiddetti *zaibatsu*, ossia grandi industrie controllate da famiglie, e successivamente i cosiddetti *keiretsu*, ossia raggruppamenti industriali collegati tramite partecipazioni incrociate. In tale sistema è presente inoltre una banca principale, fornitrice di capitali, che sostanzialmente limita il potere della proprietà nell'amministrazione dell'impresa, lasciato quindi al *management*. Nell'ambito del tessuto imprenditoriale lo Stato ricopre un ruolo istituzionale, anche esercitando funzioni di garanzia e collaborazione.

---

<sup>76</sup> Jackson G., Höpner M. e Kurdelbusch A., *Corporate governance and employees in Germany: changing linkages, complementarities, and tensions*, RIETI Discussion Paper Series 04-E-008, gennaio 2004, p. 3 ss.

<sup>77</sup> Barca F., *Storia del capitalismo italiano*, Donzelli Editore, Roma, 2010, p. 118 ss.



### 5.3. Le assicurazioni sociali e *Welfare State*

Nel secondo dopoguerra, il sistema delle assicurazioni sociali e previdenziali portava alla nascita del *Welfare State*, ossia una forma di intervento pubblico in cui lo Stato si occupava di fornire supporto sociale ai cittadini con particolare riferimento alle pensioni, agli assegni familiari, ai sussidi di disoccupazione e invalidità<sup>78</sup>. Come spesso avveniva per altre branche dell'assicurazione, l'Inghilterra era la prima ad avanzare proposte di intervento in tale ambito. Dall'indagine di Lord Beveridge del 1942 sul sistema delle assicurazioni sociali, emergeva la necessità di istituire un sistema di assegni familiari, di creare un sistema sanitario nazionale a cui potevano accedere tutti i cittadini, di abbassare la percentuale di disoccupazione<sup>79</sup>. Da qui, si impostava un piano di protezione sociale che garantiva un minimo di prestazioni sociali a carico dello Stato. Il servizio sanitario nazionale e il sistema degli assegni familiari erano inizialmente a carico dello Stato e poi anche del cittadino in base alle proprie possibilità di reddito<sup>80</sup>.

Lo Stato del benessere determinava una crescita importante delle economie avanzate fino agli anni Settanta, in cui si verificavano gli *shock* petroliferi. Da quel momento, per la minore disponibilità di risorse, lo Stato non riusciva più a sostenere gli ingenti costi della meccanismo sociale e iniziava ad indebitarsi<sup>81</sup>. La stessa Inghilterra doveva piegarsi a politiche di stampo liberista definite dal governo di Margaret Thatcher (1979-1990) che comportavano una radicale riduzione della presenza dello Stato nell'economia.

Con riferimento al settore assicurativo italiano, l'inflazione degli ultimi anni della seconda guerra mondiale e di quelli subito successivi deprimeva i capitali investiti dalle imprese di assicurazione, specialmente di quelle operanti nel ramo vita. Anche le assicurazioni relative ad alcuni rami non vita, quali incendio, furto, erano in difficoltà per i risarcimenti dovuti per i sinistri di guerra. In Italia, a

---

<sup>78</sup> A riguardo, Rossetti M. introduce una riflessione sull'importanza delle imprese di assicurazione data prevalentemente dalla loro pervasività di fatto nella vita economica sociale che ha reso le stesse imprese un "polo della dialettica con i pubblici poteri". In particolare, l'autore declina la riflessione sotto un duplice profilo. Da un lato, vi è il profilo della previdenza e assistenza che nel tempo sono diventati servizi del settore assicurativo di cui lo Stato moderno, basato sul *Welfare*, non può fare a meno. D'altro lato, vi è il profilo di carattere dialettico tra i pubblici poteri e le assicurazioni private, le quali, data la loro incidenza sulle politiche economiche e sociali di un Paese, non possono prescindere da regolamentazioni virtuose, la cui osservanza venga controllata dallo Stato. Si veda Rossetti M., *Il diritto delle assicurazioni*, Vol. III, CEDAM, Milano, 2013.

<sup>79</sup> Musgrove P., *Health insurance: the influence of the Beveridge Report*, Bulletin of the World Health Organization, 78, 6, 2000, p. 846.

<sup>80</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 108.

<sup>81</sup> Per approfondimenti, si vedano in particolare Battocchi M., *La crisi dello Stato sociale in Germania*, il Mulino, Vol. II, 2000, pp. 333-344, e Melchiorre R., *Crisi dello Stato, collasso economico, questione morale*, Armando Editore, Roma, 2011, p. 21 ss.

differenza degli Stati Uniti o di altri Paesi europei in cui i prodotti assicurativi vita erano conosciuti dalla popolazione e acquistati come forma di risparmio e tutela per il futuro, la popolazione non era propensa a investire i propri risparmi in una polizza vita e, d'altro canto, le imprese di assicurazione non riuscivano a garantire il riconoscimento di capitali assicurati appetibili. I contratti indicizzati invece costituivano un forte richiamo per gli assicurati. Dal 1969, data in cui diventava obbligatoria l'assicurazione sull'autoveicolo, le imprese di assicurazione che si occupavano di assicurare questo tipo di rischi andavano incontro a un importante incremento del *business*.

Con riferimento alle Autorità di Vigilanza, nel 1982 veniva istituito l'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse Collettivo (ISVAP) che aveva personalità giuridica ed esercitava funzioni di vigilanza nei confronti delle imprese di assicurazione e degli altri soggetti interessati dalla disciplina assicurativa, quali gli intermediari e gli agenti<sup>82</sup>. L'ISVAP autorizzava le imprese di assicurazione all'esercizio dell'attività assicurativa, le operazioni di fusione, garantiva la corretta tenuta dell'albo delle imprese di assicurazione, comminava sanzioni ai summenzionati soggetti in caso di violazioni di normative primarie o secondarie. I compiti dell'ISVAP erano disciplinati nel Decreto legislativo n. 209/2005 recante il Codice delle Assicurazioni Private (CAP) e in Regolamenti attuativi delle disposizioni del medesimo Codice.

La seconda metà del XX secolo vedeva anche l'affermazione o la nascita dei principali gruppi assicurativi italiani, attualmente ancora in attività e in espansione, tra i quali, come sopra riportato, il gruppo assicurativo Generali; il gruppo assicurativo Unipol, che nasceva a Bologna nel 1962 nel mondo della cooperazione con lo scopo di costituire un unico riferimento assicurativo per le cooperative italiane; il gruppo bancario Mediolanum, sorto nel 1982, che opera anche nel settore assicurativo.

Negli anni Novanta, inoltre, si registrava un forte incremento della produzione vita, superando quella realizzata nel *business* relativo ai rami danni, soprattutto per la formazione di grandi gruppi internazionali e la collocazione delle polizze assicurative in *bancassurance*<sup>83</sup>.

---

<sup>82</sup> Si precisa che l'articolo 13 della Legge 7 agosto 2012, n. 135 – concernente la Conversione, con modificazioni, del decreto-legge 6 luglio 2012, n. 95: Disposizioni urgenti per la revisione della spesa pubblica con invarianza dei servizi ai cittadini, nonché misure di rafforzamento patrimoniale delle imprese del settore bancario (cosiddetta *spending review*) – ha previsto, tra l'altro, l'istituzione dell'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni (IVASS) in luogo all'ISVAP. La nuova normativa prevede la "piena integrazione dell'attività di vigilanza nel settore assicurativo anche attraverso un più stretto collegamento con la vigilanza bancaria", al fine di creare una vigilanza più efficace e razionale, a garanzia dei mercati finanziari e a tutela degli interessi degli assicurati.

<sup>83</sup> Si vedano i dati statistici di IVASS (l'allora ISVAP) disponibili all'omonimo sito internet [www.ivass.it](http://www.ivass.it).

### 5.3.1. La previdenza sociale in Italia

Come sopra descritto, le assicurazioni risentivano massivamente dell'inflazione che erodeva i capitali assicurati. A proposito, veniva istituito, nell'ambito dell'INPS, il Fondo di integrazione per le assicurazioni sociali, finanziato con contributi calcolati in percentuale rispetto alle pensioni, che forniva un'integrazione sulla pensione inversamente proporzionale all'ammontare della pensione medesima. Analogamente a quanto avveniva in Inghilterra con l'indagine capeggiata dal Lord Beveridge, il Parlamento italiano veniva relazionato in merito alle esigenze contingenti nell'ambito delle *Welfare State*. In sostanza, le proposte emerse prevedevano l'estensione delle assicurazioni sociali a tutti i lavoratori (autonomi e dipendenti), la semplificazione delle contribuzioni pensionistiche e il passaggio a un unico istituto previdenziale. L'iniziativa rimase una proposta potenziale a cui non venne dato seguito per diverse ragioni, tra cui gli elevati costi di realizzazione che in quel momento, terminata la seconda guerra mondiale, l'Italia non poteva sostenere. Si conservava pertanto la struttura previdenziale *ante* guerra che prevedeva principalmente schemi assicurativi di tipo assistenziale a favore di lavoratori dipendenti e gestiti da una molteplicità di enti prevalentemente pubblici<sup>84</sup>.

Nel 1950 si realizzava un importante passaggio nell'ambito delle pari opportunità, a supporto delle donne in maternità. Era infatti previsto il mantenimento del posto di lavoro e la corresponsione di un sussidio per il periodo di assenza dal lavoro *post* parto e di allattamento<sup>85</sup>.

La riforma delle pensioni veniva approvata nel 1952 e introduceva, affianco alla pensione contributiva, calcolata con indici di rivalutazione annuale dei contributi versati, anche una quota integrativa, che teneva conto dell'inflazione e dei figli a carico<sup>86</sup>. Quest'ultima, confluiva nel Fondo adeguamento pensioni che sostituiva gli altri Fondi istituiti in seno all'INPS. Il sistema contributivo veniva gradualmente sostituito dal sistema a ripartizione. Con una nuova riforma del sistema pensionistico del 1969, la pensione veniva legata alla retribuzione dando avvio al sistema pensionistico retributivo<sup>87</sup>. In sostanza, la pensione era calcolata come percentuale della retribuzione percepita negli ultimi dieci anni di lavoro. Inoltre, la pensione veniva indicizzata al costo della vita e veniva prevista una pensione di anzianità riconosciuta ai lavoratori che avessero versato contributi per almeno trentacinque anni ma che non avessero raggiunto l'età pensionabile. In

---

<sup>84</sup> De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011, p. 110.

<sup>85</sup> Si veda la Legge 26 agosto 1950, n. 860, sulla tutela fisica ed economica delle lavoratrici madri.

<sup>86</sup> Si veda la Legge 4 aprile 1952, n. 218, in materia di riordinamento delle pensioni dell'assicurazione obbligatoria per la invalidità, la vecchiaia ed i superstiti.

<sup>87</sup> Si veda la Legge 30 aprile 1969, n. 153, in materia di revisione degli ordinamenti pensionistici e norme in materia di sicurezza sociale.

tale ambito, l'età pensionabile si abbassava sempre di più fino alle cosiddette *baby* pensioni, che sarebbero durate fino alla successiva riforma del 1992 e che avrebbero compromesso la tenuta del sistema previdenziale delle future generazioni.

A seguito dell'istituzione delle Regioni e del successivo affidamento a quest'ultime competenze in materia sanitaria, negli anni Settanta veniva esteso a tutti i cittadini il diritto di assistenza sanitaria. Venivano quindi fissate le basi per l'istituzione del Servizio Sanitario Nazionale nel 1978.

I cambiamenti della struttura della popolazione, in cui si alzava l'età media, e le ingenti spese del Sistema Sanitario Nazionale, facevano emergere esigenze di modifica del sistema previdenziale. In base al sistema a ripartizione, le giovani generazioni con i propri contributi dovevano supportare le pensioni della popolazione più anziana, per molto più tempo rispetto agli anni precedenti. A livello legislativo, interveniva dapprima la riforma Amato nel 1992<sup>88</sup> e successivamente la riforma Dini nel 1995<sup>89</sup>. La prima riforma era orientata al potenziamento della previdenza complementare, che vedeva poi l'introduzione dei fondi pensione l'anno seguente<sup>90</sup>, nonché all'innalzamento dell'età pensionabile (da cinquantacinque a sessant'anni per le donne e da sessanta a sessantacinque anni per gli uomini) e degli anni di contributi minimi per accedere al trattamento pensionistico (da quindici a vent'anni). La seconda riforma, invece, prevedeva il passaggio dal sistema retributivo a quello contributivo, basato sull'ammontare dei contributi versati e legato all'andamento dell'inflazione. Inoltre, venivano ulteriormente alzati gli anni di contribuzione minima per accedere alla pensione (da venti a trentacinque anni).

I successivi interventi sul sistema previdenziale erano prevalentemente orientati a ritardare l'età pensionabile e limitare l'intervento dello Stato nel sistema, e quindi il suo indebitamento, favorendo forme di previdenza complementare, in particolare, tramite i fondi pensione.

---

<sup>88</sup> Si veda la Legge 30 dicembre 1992, n. 503, recante norme per il riordinamento del sistema previdenziale dei lavoratori privati e pubblici.

<sup>89</sup> Si veda la Legge 8 agosto 1995, n. 335, sulla riforma del sistema pensionistico obbligatorio e complementare. Come riporta Guccione A.V., oltre a interessare la previdenza obbligatoria, la riforma introduceva importanti innovazioni in materia di gestione dei fondi pensione e riorganizza il sistema della vigilanza sui fondi pensione assegnando al Ministro del lavoro e della previdenza sociale la funzione di dettare le direttive generali in materia e alla Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP), istituita come persona giuridica di ordine pubblico, competenze di tipo amministrativo, regolamentare e ispettivo. Si veda Guccione A.V., *Le Assicurazioni*, in *Storia della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa*, Banca d'Italia, Marsilio Editori, Venezia, 2012, p. 606.

<sup>90</sup> Si veda il Decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124, concernente la disciplina delle forme pensionistiche complementari.

#### 5.4. Il contesto competitivo di riferimento

Negli ultimi anni del 1900, il settore assicurativo viveva una stagione nuova, orientata all'integrazione e liberalizzazione. Fino a quel momento, le imprese di assicurazione avevano operato in un contesto di regole derivanti dall'esperienza maturata in un ambiente per lo più statico e poco competitivo. La maggiore causa dipendeva dall'ingerenza dei poteri pubblici, che, regolamentando eccessivamente il settore, lo isolavano dagli altri settori finanziari e ponevano limiti agli impulsi competitivi derivanti dall'estero<sup>91</sup>. Ciò portava ad un settore non integrato a livello internazionale, separato dagli altri settori finanziari e caratterizzato da prodotti tradizionali e poco innovativi<sup>92</sup>. Con l'inizio del XIX secolo, il processo evolutivo del settore assicurativo iniziava ad accelerare con modifiche di assetto, soprattutto a livello europeo.

A seguito di un lungo periodo *post* bellico relativamente stabile, si sviluppavano fenomeni che portavano incertezza e instabilità dei mercati. Si registrava una costante variabilità dei tassi di cambio e dei flussi finanziari internazionali<sup>93</sup>. Inoltre, vi erano ripetute tensioni inflazionistiche che, come sopra descritto, indebolivano il settore finanziario, incluso quello assicurativo<sup>94</sup>. Contestualmente a tale assetto, con il fenomeno della globalizzazione, gli stessi mercati finanziari diventavano più sofisticati e complessi. Questo fenomeno portava a una maggiore interconnessione e interrelazione tra i diversi settori finanziari, un aumento degli scambi internazionali, la crescita dei flussi di capitale e la diffusione degli strumenti tecnologici. Lo sviluppo di quegli anni era notevolmente accentuato dalla liberalizzazione degli scambi dovuta a una progressiva abolizione del sistema delle barriere doganali, passando da un sistema basato su economie autosufficienti e distanti a uno spazio unitario sconfinato in particolare con riferimento alla mobilità delle persone, merci e capitali. Altri fattori influenzavano il cambiamento del sistema finanziario europeo, quali l'eliminazione del

---

<sup>91</sup> Con riferimento all'Italia, ad esempio, i principali vincoli avevano riguardato il ramo della responsabilità civile auto, resa obbligatoria nei primi anni Settanta con Legge 24 dicembre 1969, n. 990, in materia di assicurazione obbligatoria della responsabilità civile derivante dalla circolazione dei veicoli a motore e dei natanti, e regolata per un ventennio senza lasciare margine di discrezionalità alle imprese di assicurazione nella determinazione della tariffa. Il ramo vita era sottoposto a limiti dello stesso ordine posto che le coperture assicurative e i piani tariffari erano approvati dai competenti uffici ministeriali.

<sup>92</sup> Paci S., *Evoluzione della concorrenza e dei modelli gestionali delle imprese di assicurazioni*, Diritto ed economia dell'assicurazione, 1, 1992; Selleri L., *Nuove tendenze evolutive nell'assicurazione: verso l'assifinanza*, Diritto ed economia dell'assicurazione, 1, 1999.

<sup>93</sup> La volatilità dei tassi di interesse era indotta principalmente dai mutamenti intercorsi nelle politiche monetarie dei principali Paesi industrializzati, che hanno utilizzato in misura crescente lo strumento dei tassi di interesse per il controllo degli aggregati monetari. Si veda Silvestri A., *La pianificazione finanziaria nelle imprese di assicurazione*, FrancoAngeli, Milano, 2008, p. 16.

<sup>94</sup> Mottura P., *Tendenze a lungo termine dei sistemi finanziari*, in *Bancaria*, 2, 1995.

trasferimento materiale dei capitali e la dematerializzazione dei titoli rappresentativi delle contrattazioni, nonché la riduzione delle barriere naturali al commercio internazionale e il rapido sviluppo delle tecnologie di comunicazione<sup>95</sup>.

Le mutate caratteristiche del sistema finanziario nel suo complesso interessavano anche il settore assicurativo con, in particolare, la creazione del mercato assicurativo europeo.

#### **5.4.1. Accenni di diritto comunitario: *Solvency 0* e *Solvency I***

A livello europeo, vi era l'esigenza di fornire una linea guida di disciplina del settore assicurativo, che consentisse di omogeneizzare, per quanto possibile, le diverse regolamentazioni nazionali in materia. Con riferimento al mercato assicurativo europeo, il primo passo veniva compiuto dal regime "*Solvency 0*" introdotto dalle Direttive europee cosiddette di prima generazione (Direttiva n. 73/239/CEE relativa ai rami non vita e Direttiva n. 79/267/CEE relativa ai rami vita) che avevano l'obiettivo di armonizzare il settore assicurativo all'interno dell'Unione europea, autorizzando le imprese di assicurazione con sede legale in uno Stato membro a operare, mediante proprie succursali, agenzie, filiali, in un altro Stato membro dell'Unione<sup>96</sup>. L'attività di vigilanza era regolata secondo il principio *home country control*, ossia da parte del Paese di origine.

Inoltre, con il regime *Solvency 0*, si introduceva per la prima volta il concetto di margine di solvibilità<sup>97</sup>. Tale impianto normativo richiedeva uno stesso requisito

---

<sup>95</sup> Per approfondimenti, si veda Quintieri B., *L'era della globalizzazione*, Università di Tor Vergata, Roma, 1998.

<sup>96</sup> A riguardo, si precisa che le imprese di assicurazione potevano operare in uno Stato membro anche prima del 1973 ma tale attività era soggetta ad autorizzazione da parte dell'Autorità del Paese ospitante.

<sup>97</sup> In particolare, la Direttiva relativa ai rami non vita prevedeva che l'impresa di assicurazione calcolasse un margine minimo di solvibilità in rapporto all'ammontare annuo dei premi o contributi, oppure in rapporto all'onere medio dei sinistri per i tre ultimi esercizi sociali (articolo 16). Invece, la Direttiva relativa ai rami vita prevedeva un margine di solvibilità almeno pari alla somma di tali fattori: i) il 4 % delle riserve matematiche relative alle operazioni dirette e alle accettazioni in riassicurazione, senza deduzione delle cessioni in riassicurazione, moltiplicato per il rapporto esistente nell'ultimo esercizio tra l'importo delle riserve matematiche, previa detrazione delle cessioni in riassicurazione, e l'importo lordo delle riserve matematiche (tale rapporto non poteva in alcun caso essere inferiore all'85%. Si precisa inoltre che le riserve matematiche erano costituite dagli importi stimati che dovevano essere accantonati dall'impresa di assicurazione per far fronte agli obblighi futuri; ii) per i contratti i cui capitali sotto rischio non erano negativi, il numero che corrispondeva ad un'aliquota dello 0,3 % di tali capitali presi a carico dall'impresa di assicurazione era moltiplicato per il rapporto esistente, per l'ultimo esercizio, tra l'importo dei capitali sotto rischio che rimanevano a carico dell'impresa, dopo aver detratto le cessioni e le retrocessioni in riassicurazione, e l'importo dei capitali sotto rischio, senza detrazione della riassicurazione (tale rapporto non poteva in alcun caso essere inferiore al 50%. Le aliquote cambiavano in base alla tipologia dell'assicurazione vita).

patrimoniale per le imprese operanti negli stessi rami, senza tenere conto delle specificità tipiche di ogni *business* assicurativo.

Le Direttive di seconda generazione (Direttiva 88/357/CEE per i rami non vita e Direttiva n. 90/619/CEE per i rami vita), invece, miravano a istituire il cosiddetto regime di libera prestazione di servizi, in base al quale un'impresa di assicurazione con sede legale in uno Stato membro poteva liberamente operare in un altro Stato membro anche in assenza di una propria succursale. Il regime di vigilanza veniva diversificato in base alla tipologia di rischio coperto; in particolare, per i grandi rischi industriali il controllo rimaneva di competenza del Paese di origine (*home country control*) mentre, per i contratti relativi alla responsabilità civile auto, il controllo era affidato al Paese in cui si svolgeva l'attività (*host country control*).

Questi primi interventi normativi non erano destinati a produrre effetti di lungo periodo, posto che le tariffe e i nuovi prodotti continuavano ad essere assoggettate all'approvazione dell'Autorità di Vigilanza<sup>98</sup> e vigeva il cosiddetto *home country control*.

Le Direttive di terza generazione (Direttiva 92/49/CEE per i rami non vita e Direttiva 92/96/CEE per i rami vita) segnavano un importante passo avanti per la regolamentazione del settore assicurativo. In particolare, riconoscevano a un'impresa di assicurazione con sede in uno Stato membro la possibilità di operare in altri mercati dell'Unione europea senza richiedere l'autorizzazione all'Autorità di Vigilanza competente su quel mercato, quindi in regime di libertà di stabilimento oltre a quello di libertà di prestazione<sup>99</sup>. La vigilanza sull'impresa veniva esercitata dall'Autorità di Vigilanza dello Stato membro in cui l'impresa di assicurazione aveva la sede (*home country control*) che consentiva un decentramento della vigilanza a livello nazionale finalizzato a un conseguente allineamento in risposta alla crescente concorrenza. Veniva infine soppresso il controllo tariffario (*deregulation*) consentendo alle imprese di assicurazione di stabilire discrezionalmente prezzi e tariffe e di immettere sul mercato prodotti senza richiedere preventiva autorizzazione all'Autorità competente.

Tale processo di integrazione comunitaria faceva cambiare il punto di vista della regolamentazione sul settore assicurativo, dapprima incentrata sulla definizione

---

<sup>98</sup> Il controllo tariffario era ben definito in Italia; in altri Paesi europei, quali la Francia, esisteva un controllo materiale sulle tariffe ma le imprese di assicurazione godevano di una maggiore libertà di azione. Altri Paesi, invece, come l'Inghilterra e l'Olanda, non erano sottoposti a questo tipo di controllo; le locali Autorità di vigilanza erano maggiormente incentrate sulla stabilità finanziaria delle imprese di assicurazione. Si veda Silvestri A., *La pianificazione finanziaria nelle imprese di assicurazione*, FrancoAngeli, Milano, 2008, p. 19.

<sup>99</sup> Tonelli E., *Lo scenario assicurativo italiano*, Diritto ed economia dell'assicurazione, 2-3, 1992; Corvese C.G., *La nuova disciplina dell'assicurazione vita e danni*, Diritto della banca e del mercato finanziario, 2, 1996.

scrupolosa delle caratteristiche tariffarie e di prodotto, successivamente orientata a una visione più ampia dell'attività assicurativa, del suo assetto patrimoniale e finanziario nonché di un adeguato livello di solvibilità interna.

Il regime *Solvency 0*, tuttavia, non colmava importanti carenze derivanti da una visione asettica dell'impresa di assicurazione e del settore assicurativo. Agli inizi degli anni Novanta l'Insurance Committee dell'Organisation for European Economic Cooperation avviava un gruppo di lavoro al fine di analizzare possibili miglioramenti e approcci alternativi della normativa al tempo in vigore in ambito assicurativo europeo. Nel 1997 veniva pubblicato il cosiddetto Rapporto Muller<sup>100</sup>, che sarebbe diventato il riferimento delle due successive Direttive in materia. In particolare, venivano pubblicate le Direttive 2002/13/EC per le imprese di assicurazione operanti nei rami non vita e 2002/83/EC per quelle operante nei rami vita che davano origine al cosiddetto regime di vigilanza prudenziale *Solvency I*.

Rispetto alle Direttive precedenti, *Solvency I* rafforzava i poteri dell'Autorità di Vigilanza e modificava i margini minimi richiesti, prevedendo il requisito del capitale dinamico. Veniva quindi richiesta una valutazione continua del capitale durante l'attività di impresa e non solo ai fini della redazione del bilancio. Il nuovo regime prevedeva altresì una valutazione prudente delle riserve tecniche, che dovevano essere sufficienti a far fronte agli impegni assunti nei confronti degli assicurati. Tali riserve dovevano essere coperte da adeguate attività dell'impresa di assicurazione. Inoltre, veniva stabilito un requisito patrimoniale minimo denominato margine minimo di solvibilità.

Tale regime, pur rappresentando una forte innovazione per il settore assicurativo rispetto all'assetto precedente, presentava alcuni limiti non trascurabili. In particolare, non erano considerati né valutati i rischi cui l'impresa era esposta sia con riferimento agli attivi di bilancio, in particolare gli investimenti, sia con riguardo ai passivi di bilancio, ossia le riserve tecniche. Inoltre, non teneva conto dei rischi specifici di ogni singola impresa di assicurazione. Infatti, in base all'approccio *Solvency I*, due imprese di assicurazione rappresentavano un medesimo livello di rischio a parità di premi e di sinistri. Invece, come sarà rappresentato con *Solvency II*, queste due tipologie di imprese possono portare all'interno del proprio *business* differenti livelli di rischio. Inoltre, il regime introdotto dalle Direttive del 2002 non teneva conto delle interconnessioni fra le regole di valutazione delle riserve tecniche, degli attivi a copertura delle stesse e del margine di solvibilità minimo. Infine, *Solvency I* era orientato a determinare requisiti di tipo quantitativi, tralasciando previsioni normative attinenti all'ambito

---

<sup>100</sup> Müller H., *Report: Solvency of Insurance Undertakings*, Conference of Insurance Supervisory Authorities of the Member States of the European Union, 1997.



del sistema di governo nonché di controllo interno e gestione dei rischi dell'impresa di assicurazione.

La fase di revisione della disciplina *Solvency I* che avrebbe portato all'introduzione di un nuovo regime di vigilanza prudenziale *Solvency II*, in vigore dal 1° gennaio 2016, seguiva i lineamenti definiti nell'ambito della cosiddetta Procedura Lamfalussy. In particolare, tale Procedura – in vigore dal 2005, inizialmente applicata al settore mobiliare e poi anche a quello bancario, assicurativo e dei fondi pensione – prevedeva un'articolazione a quattro passaggi di avanzamento con il coinvolgimento delle Autorità politiche e di vigilanza in modo integrato e omogeneo<sup>101</sup>.

---

<sup>101</sup> In particolare, al primo livello della Procedura, venivano definiti principi e regole alla base delle nuove normative, attraverso un processo che prevedeva il coinvolgimento del Parlamento europeo e del Consiglio. Nell'ambito del secondo livello, venivano stabilite, tramite provvedimenti specifici emanati dalla Commissione europea, con il supporto di Comitati tecnici, le disposizioni operative per rendere attuabili i principi stabiliti al livello precedente. A seguire, al terzo livello, era previsto l'intervento di Comitati esperti dei vari settori che coordinavano l'applicazione delle disposizioni regolamentari derivanti dal primo e secondo livello all'interno della legislazione degli Stati Membri, con il supporto delle Autorità nazionali di settore. Con riferimento al secondo e al terzo livello, vi erano i) per il settore assicurativo, l'European Insurances and Pensions Committee (EIOPC) e il Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS), ii) per il settore bancario, l'European Banking Committee (EBC) e il Committee of European Banking Supervisors (CEBS), iii) per il settore finanziario, l'European Securities Committee (ESC) e il Committee of European Securities Regulators (CESR). Il quarto livello era dedicato all'attività di verifica della Commissione europea sull'effettivo recepimento da parte degli Stati membri della regolamentazione comunitaria adottando, laddove necessario, gli opportuni interventi nei casi di non conformità. L'impianto impostato per l'adozione e l'implementazione della regolamentazione finanziaria europea a livello di Stati membri non risultava efficace specialmente per la difficoltà di creare un sistema di regolamentazione omogeneo a livello europeo e in relazione ai diversi settori finanziari. In particolare, la Procedura lasciava ampio margine di discrezionalità alle Autorità di vigilanza nazionali e non consentiva un'azione efficace da parte dei Comitati operanti al terzo livello non potendo intervenire sulla normativa dettata al primo livello. Al fine di perseguire obiettivi di stabilizzazione ed omogeneità del *corpus* normativo degli Stati membri, anche attraverso una maggiore coerenza della regolamentazione internazionale e cooperazione tra le Autorità di vigilanza nazionali, venivano rafforzati i poteri di azione dei Comitati del terzo livello. La nuova architettura di vigilanza era organizzata tramite un'entità centrale per la vigilanza macroprudenziale contro il rischio sistemico, l'European Systemic Risk Board (ESRB), e una rete di supervisori finanziari, European System of Financial Supervisors (ESFS) per la vigilanza micropudenziale. Questi ultimi erano Comitati specialistici di terzo livello, trasformati in Autorità con personalità giuridica – European Banking Authority (EBA), European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), European Securities and Markets Authority (ESMA) – e Autorità di vigilanza nazionali, cui competeva la supervisione delle entità stabilite in ciascun Stato membro.

## Bibliografia

*Annuali universali di statistica, economia pubblica, storia, viaggi e commercio*, Società degli editori degli annuali universali delle scienze e dell'industria, Milano, 1832.

Barca F., *Storia del capitalismo italiano*, Donzelli Editore, Roma, 2010.

Battocchi M., *La crisi dello Stato sociale in Germania*, il Mulino, Vol. II, 2000.

Beber M.M., *Società internazionale*, Editoriale Jaca Book, Milano, 1997.

Belleri A., *Assicurazioni contro i danni – iv. Assicurazione privata infortuni e v. Assicurazione malattie*, Digesto, 4a edizione, Sezione I, Torino, 1987.

Bonomelli M., *Quaderni di sicurtà. Documenti di storia delle assicurazioni. La biblioteca Mansutti*, Antea, Milano, 1996.

Borzaga C. & Fazzi L., *Manuale di politica sociale*, FrancoAngeli, Milano, 2005.

Bruno V., *Per affari e per amore: gli italiani e le assicurazioni dal Risorgimento a oggi*, Rizzoli, Milano, 2011.

Caizzi B., *Assicurazione ed economia nell'età moderna*, Giuffrè, Milano, 1975.

Caizzi B., *L'assicurazione in Italia fino all'Unità*, Giuffrè, Milano, 1975.

Cinelli M., *Diritto della previdenza sociale*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2015.

Corvese C.G., *La nuova disciplina dell'assicurazione vita e danni*", Diritto della banca e del mercato finanziario, 2, 1996.

Cottino G., *L'assicurazione tra passato e presente*, contenuto nell'elaborato di Cagnasso O., Cottino G. e Irrera M., *L'assicurazione: l'impresa e il contratto*, Trattato di diritto commerciale, Vol. X, Padova, 2001.

Crouch C., *Model of capitalism*, New Political Economy, 1, 4, 2005.

Decreto-legge Luogotenenziale 21 aprile 1919, n. 603, concernente l'assicurazione obbligatoria contro la invalidità e la vecchiaia per le persone di ambo i sessi che prestano l'opera loro alle dipendenze di altri.

Decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124, concernente la disciplina delle forme pensionistiche complementari.

De Rosa L., *Storia delle casse di risparmio e della loro Associazione 1822-1950*, Editori Laterza, Bari, 2003.

Desiata A., *Le nuove strategie dell'assicurazione e la bancassurance*, Bancaria, 50, 5, 1994.

De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011.

Fingland J. A., *An introduction to the history of life insurance*, E. P. Dutton and Company, New York, 1912.

Forni S., *Assicurazione e impresa*, Giuffrè Editore, Milano, 2009.

Fossati A., *Economia pubblica*, FrancoAngeli, Milano, 2000.

Gallone A., *Le assicurazioni private*, Vol. II, Utet, Torino, 2006.

Gambaro A., *La bancassurance e le aspettative della clientela*, Diritto ed Economia dell'Assicurazione, 2, 2011.

Giampaolino C.F., *Le assicurazioni: l'impresa e i contratti*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2013.

Gibb D.E.W., *Lloyd's of London: a study of individualism*, Macmillan, London, 1957.

Gordon L., *Social insurance and public assistance: the influence of gender thought in the United States, 1890-1935*, The American Historical Review, 7, 1, febbraio 1992.

Guccione A.V., *Le assicurazioni*, in Storia della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa, Banca d'Italia, Marsilio Editori, Venezia, 2012.

Harris R., *The Bubble Act: its passage and its effects on business organizations*, The Journal of Economic History, 54, 3, settembre 1994.

*Il centenario delle Assicurazioni Generali 1831-1931*, Editrice La Compagnia – Istituto Geografico De Agostini, Trieste e Novara, 1931.

Jackson G., Höpner M. e Kurdelbusch A., *Corporate governance and employees in Germany: changing linkages, complementarities, and tensions*, RIETI Discussion Paper Series 04-E-008, gennaio 2004.

La Torre A., *I germi dell'assicurazione a premio nel diritto romano*, Assicurazioni, 1988.

La Torre A., *L'assicurazione nella storia delle idee*, Roma, 1995.

La Torre A., *Cinquant'anni col diritto: diritto delle assicurazioni*, Vol. II, Giuffrè Editore, Milano, 2008.

Legge 26 agosto 1950, n. 860, sulla tutela fisica ed economica delle lavoratrici madri.

Legge 4 aprile 1952, n. 218, in materia di riordinamento delle pensioni dell'assicurazione obbligatoria per la invalidità, la vecchiaia ed i superstiti.

Legge 30 aprile 1969, n. 153, in materia di revisione degli ordinamenti pensionistici e norme in materia di sicurezza sociale.

Legge 30 dicembre 1992, n. 503, recante norme per il riordinamento del sistema previdenziale dei lavoratori privati e pubblici.

Legge 8 agosto 1995, n. 335, sulla riforma del sistema pensionistico obbligatorio e complementare.

Legge 7 agosto 2012, n. 135 – concernente la Conversione, con modificazioni, del decreto-legge 6 luglio 2012, n. 95: Disposizioni urgenti per la revisione della spesa pubblica con invarianza dei servizi ai cittadini, nonché misure di rafforzamento patrimoniale delle imprese del settore bancario.

Levi M.A., *L'Italia nell'evo antico*, Padova, 1988.

Melchiorre R., *Crisi dello Stato, collasso economico, questione morale*, Armando Editore, Roma, 2011.

Millo A., *Trieste, le assicurazioni, l'Europa*, FrancoAngeli, Milano, 2004.

Mottura P., *Tendenze a lungo termine dei sistemi finanziari*, in *Bancaria*, 2, 1995.

Müller H., *Report: Solvency of Insurance Undertakings*, Conference of Insurance Supervisory Authorities of the Member States of the European Union, 1997.

Musgrove P., *Health insurance: the influence of the Beveridge Report*, Bulletin of the World Health Organization, 78, 6, 2000.

Nunè F., *Il contratto di prestito a cambio marittimo nel codice di commercio marittimo ottomano*, Oriente Moderno, 1, 1996.

Paci S., *Evoluzione della concorrenza e dei modelli gestionali delle imprese di assicurazioni*, Diritto ed economia dell'assicurazione, 1, 1992.

Pearson R., *The development of international insurance*, Routledge, London e New York, 2015.

Piattoli L., *Ricerche intorno all'assicurazione nel medioevo. Una scritta di sicurtà veneziana del 1395*, Assicurazioni, 1938.

Quintieri B., *L'era della globalizzazione*, Università di Tor Vergata, Roma, 1998.

Rossetti M., *Il diritto delle assicurazioni*, Vol. III, CEDAM, Milano, 2013.

Selleri L., *Nuove tendenze evolutive nell'assicurazione: verso l'assifinanza*, Diritto ed economia dell'assicurazione, 1, 1999.

Silvestri A., *La pianificazione finanziaria nelle imprese di assicurazione*, FrancoAngeli, Milano, 2008.

Stefani G., *L'assicurazione a Venezia dalle origini alla fine della Serenissima*, Assicurazioni Generali di Trieste e Venezia, Trieste, 1956.

Tonelli E., *Lo scenario assicurativo italiano*, Diritto ed economia dell'assicurazione, 2-3, 1992.

Volterra E., *Istituzioni di diritto privato romano*, La Sapienza Editrice, Roma, 1972.

Zanobio M., *I modelli di capitalismo*, Vita e pensiero, 1304, 2015.

[PAGINA VOLTAMENTE LASCIATA IN BIANCO]

## CAPITOLO II

### IL NUOVO REGIME DI VIGILANZA PRUDENZIALE *SOLVENCY II*

**1. Introduzione. – 2. L’evoluzione normativa dei regimi di solvibilità. – 2.1. Da *Solvency I* a *Solvency II*. – 2.2. Gli obiettivi e i principi di *Solvency II*. – 2.3. La struttura e i principali impatti di *Solvency II*. – 3. Il nuovo regime di vigilanza prudenziale *Solvency II*. – 3.1. La quantificazione e la *governance* dei rischi. – 3.1.1. La quantificazione dei rischi. – 3.1.1.1. I rischi di un’impresa di assicurazione. – 3.1.1.2. Il bilancio secondo le logiche di *Solvency II*. – 3.1.1.3. I requisiti di capitale. – 3.1.1.3.1. Il *Solvency Capital Requirement*. – 3.1.1.3.2. Il *Minimum Capital Requirement*. – 3.1.1.3.3. Il periodo di *recovery*. – 3.1.2. La *governance* dei rischi. – 3.1.2.1. Il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. – 3.1.2.1.1. Il processo di gestione dei rischi. – 3.1.2.1.2. Il sistema di *governance* del Modello Interno. – 3.1.2.1.3. L’esternalizzazione. – 3.1.2.1.4. I soggetti e gli organi che amministrano l’impresa o che svolgono funzioni chiave. – 3.1.2.2. Il sistema di qualità dei dati. – 3.1.2.3. L’*Own Risk Solvency Assessment*. – 3.2. La trasparenza dei rischi. – Bibliografia.**

#### **1. Introduzione**

Nell’ambito del contesto economico e finanziario, il concetto di solvibilità sottende la capacità dell’impresa di adempiere agli impegni assunti nei confronti degli *stakeholders* (azionisti e investitori, dipendenti, agenti e collaboratori, clienti, fornitori, *etc.*)

Il concetto di solvibilità è sovente legato a un altro elemento, quello della stabilità finanziaria che, oltre a garantire l’onorabilità degli impegni assunti, preserva la capacità dell’impresa di mantenere una propria stabilità patrimoniale anche in situazioni sfavorevoli di mercato o del contesto o momento storico in cui opera.

La regolamentazione del settore finanziario e, nella fattispecie, del settore assicurativo ha da sempre avuto l’obiettivo di garantire la solvibilità delle imprese di assicurazione e di rafforzare la stabilità finanziaria delle medesime e

conseguentemente del settore di riferimento e, più in generale, del sistema finanziario<sup>102</sup>.

A far data dal 1° gennaio 2016, è entrato pienamente in vigore il nuovo regime di vigilanza prudenziale *Solvency II* che ha modificato profondamente le logiche e i criteri sottostanti la regolamentazione del settore assicurativo europeo.

Nel prosieguo sarà dapprima illustrata l'evoluzione normativa dei regimi di solvibilità del settore assicurativo europeo e poi saranno rappresentate le principali innovazioni introdotte da *Solvency II*.

## **2. L'evoluzione normativa dei regimi di solvibilità**

Come visto in coda al Capitolo I, la prima regolamentazione del settore assicurativo che introduceva il concetto di margine di solvibilità è riconducibile alle Direttive europee cosiddette di prima generazione (Direttiva n. 73/239/CEE relativa ai rami non vita e Direttiva n. 79/267/CEE relativa ai rami vita) che davano avvio al cosiddetto regime *Solvency 0*. In particolare, per le imprese non vita il margine minimo di solvibilità era calcolato in base all'ammontare dei premi o dei contributi o ancora dei sinistri accaduti in un dato lasso temporale. Mentre, per le imprese vita, il margine minimo di solvibilità dipendeva dall'ammontare delle riserve tecniche e del cosiddetto capitale sotto rischio, inteso come differenza tra il capitale assicurato e la riserva matematica accantonata a fronte di quel capitale medesimo.

Quindi, le imprese di assicurazione dovevano sottostare a requisiti di capitale che non erano in nessun modo legati alle specificità delle stesse. In estrema semplificazione, a parità di premi, o riserve matematiche accantonate, o ancora di sinistri registrati in un certo periodo di tempo, due imprese erano considerate eguali in termini di solvibilità e solidità finanziaria.

A seguito di una disamina delle debolezze e criticità delle due citate Direttive, la regolamentazione veniva rivista dapprima con le Direttive cosiddette di seconda generazione (Direttiva 88/357/CEE per i rami non vita e Direttiva n. 90/619/CEE per i rami vita) e successivamente, con il supporto delle attività di un gruppo di lavoro che portarono alla pubblicazione del cosiddetto Rapporto Muller, con le

---

<sup>102</sup> Con riferimento alla stabilità del settore assicurativo, di recente è stato condotto uno studio sui principali sviluppi del settore negli ultimi dieci anni, valutando tra l'altro i cambiamenti dell'importanza sistemica delle imprese di assicurazione. In particolare, lo studio mostra come nelle economie avanzate le imprese di assicurazione contribuiscono in maniera rilevante all'incremento del rischio sistemico – seppur non come le banche – soprattutto, con specifico riferimento alle imprese di assicurazione vita, per le crescenti esposizioni ai rischi aggregati, causati in parte dall'aumento della sensibilità ai tassi di interesse. Per dettagli, si veda International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report - Potent Policies for a Successful Normalization*, Washington, aprile 2016. Il tema relativo al rischio sistema legato alle imprese di assicurazione vita è ripreso al Capitolo III, Sezione II.



Direttive cosiddette di terza generazione (Direttiva 92/49/CEE per i rami non vita e Direttiva 92/96/CEE per i rami vita)<sup>103</sup>, che introducevano il cosiddetto regime di vigilanza prudenziale *Solvency I*.

Come precedentemente rappresentato, *Solvency I* cambiava le logiche della regolamentazione del settore assicurativo europeo, riconoscendo un ruolo di primaria importanza all'Autorità di Vigilanza e modificando i margini minimi di solvibilità richiesti, nonché introducendo il concetto del requisito di capitale dinamico, da rispettare quindi non solo ai fini della predisposizione del bilancio di esercizio ma anche nel corso dell'esercizio stesso.

*Solvency I* presentava tuttavia ancora debolezze e aree di miglioramento, in particolar modo concernenti la definizione delle misure per garantire la solvibilità e la solidità finanziaria dell'impresa che fossero adeguate alle caratteristiche e al *business* dell'attività assicurativa condotta. Iniziava pertanto un ulteriore processo di revisione della regolamentazione che seguiva le fasi della cosiddetta Procedura Lamfalussy, analogamente a quanto avvenuto con riferimento alla normativa bancaria, al tempo la cosiddetta Basilea 2.

La Procedura suddivideva il processo di legiferazione in quattro principali livelli al fine di rendere l'*iter* decisionale in materia di regolamentazione finanziaria più efficiente ed efficace in termini di tempo e di coinvolgimento di tutti gli attori competenti per materia. Inizialmente, il Parlamento europeo e il Consiglio approvavano la legislazione quadro cosiddetta di primo livello, su proposta della Commissione europea. Poi, erano predisposte le disposizioni tecniche di esecuzione, ossia le misure attuative cosiddette di secondo livello, con il sostegno di appositi Comitati di secondo livello. Al terzo livello era attuata la fase di cooperazione tra i competenti Comitati di terzo livello e le Autorità di Vigilanza nazionali al fine di recepire in maniera coerente e uniforme le disposizioni europee nell'ambito della regolamentazione degli Stati membri. Infine, come quarto livello del processo, la Commissione europea svolgeva il controllo di conformità delle regolamentazioni nazionali alla normativa europea di nuova emanazione, anche con il supporto dei Comitati di terzo livello e degli Stati membri.

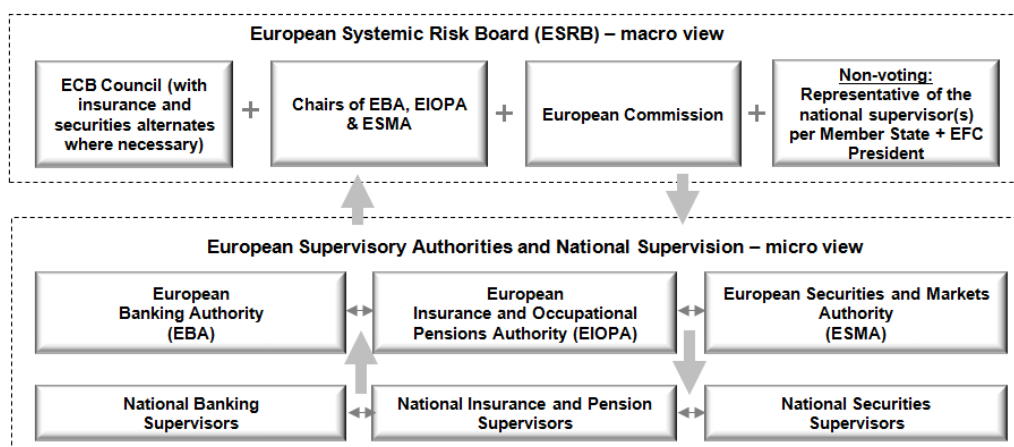
Tuttavia, a seguito della crisi finanziaria del 2008, erano messe in discussione anche talune scelte intraprese nell'ambito del processo legislativo, tra cui la Procedura Lamfalussy. In particolare, uno studio condotto da un gruppo di esperti guidato da Jacques de Larosière evidenziava le lacune in materia di cooperazione e coordinamento tra le Autorità di Vigilanza nazionali ed europee. Da questo scaturivano profonde modifiche della struttura di vigilanza che portavano

---

<sup>103</sup> Per maggiori dettagli sulle Direttive di prima, seconda e terza generazione, si rimanda al paragrafo 5.3.1 del Capitolo I.

all'introduzione di due nuovi pilastri: i) l'European Systemic Risk Board (ESRB) con compiti di vigilanza sulla stabilità finanziaria e sul sistema finanziario, la cosiddetta vigilanza macroprudenziale; ii) l'European System of Financial Supervisors (ESFS) con compiti di vigilanza sulla solidità finanziaria delle singole imprese e sulla protezione dei clienti, la cosiddetta vigilanza microprudenziale (Figura 2.1). Quest'ultimo è tuttora costituito dai rappresentanti delle Autorità di Vigilanza nazionali, nonché dai Comitati di terzo livello, dotati di ulteriori responsabilità e trasformati in Autorità con personalità giuridica, ossia l'European Banking Authority (EBA) per il settore bancario, l'European Securities and Markets Authority (ESMA) per il mercato mobiliare e l'European Insurance and Pensions Authority (EIOPA) per le assicurazioni e i fondi pensione. Rispetto a queste ultime, le Autorità di Vigilanza nazionali possono inserirsi nel processo decisionale solo indirettamente, attraverso il supporto ai Comitati di secondo livello.

Figura 2.1. La vigilanza europea (esemplificativo).



Fonte: EIOPA, *Introduction, Press Briefing, Frankfurt, 10 gennaio 2011*, p. 8.

## 2.1. Da Solvency I a Solvency II

L'introduzione di un nuovo sistema di vigilanza prudenziale a livello europeo era necessario al fine di superare alcuni limiti di *Solvency I*, quali:

- non considerava l'insieme dei rischi cui era esposta un'impresa di assicurazione dal lato dell'attivo e del passivo;
- non teneva conto dei rischi specifici di un'impresa di assicurazione; ciò invece è importante in quanto, ad esempio, a parità di premi e di sinistri, la rischiosità di due imprese può essere molto diversa;
- non teneva conto delle interconnessioni fra le regole relative alle riserve tecniche, agli attivi a copertura e al margine di solvibilità.

Iniziava quindi il processo di revisione della regolamentazione *Solvency I* nel maggio 2011. In particolare, lo scopo era quello di “determinare la forma generale del sistema di solvibilità”<sup>104</sup>. Le attività furono affidate a quattro gruppi di lavoro dedicati a specifiche aree di approfondimento, in particolare relative al bilancio di esercizio, alla vigilanza, nonché alle specificità del *business* non vita e di quello vita<sup>105</sup>. Dai lavori emergevano i primi lineamenti del nuovo regime di vigilanza, da tradursi prevalentemente come segue:

- struttura a tre pilastri, analogamente a quanto adottato per le banche nell’ambito di Basilea 2;
- valutazione della solvibilità a livello complessivo, sia con riferimento all’impresa sia in relazione al sistema finanziario;
- *risk-based approach* per incentivare le imprese di assicurazione a identificare, valutare e gestire i rischi derivanti dal *business*;
- presenza di due requisiti di capitale come segnali della solvibilità dell’impresa;
- armonizzazione dei metodi qualitativi e quantitativi, secondo un *market consistent approach*;
- attività più incisiva da parte delle Autorità di Vigilanza.

Successivamente a questa fase, iniziava la definizione del *framework* normativo che portava alla pubblicazione della Direttiva 2009/138/CE (*Solvency II*), anche a seguito di consultazioni, analisi e studi di impatto del nuovo quadro regolamentare sul mercato e sulle imprese di assicurazione, i cosiddetti *Quantitative Impact Study*<sup>106</sup> (QIS). La Direttiva 2009/138/CE, la cui entrata in vigore era inizialmente prevista per il 31 ottobre 2012, veniva posticipata a seguito dell’emanazione della Direttiva 2014/51/UE (Omnibus II) che modificava, tra l’altro, le competenze della Commissione europea, la quale poteva quindi adottare atti delegati e misure di attuazione di *standard* tecnici. Inoltre, la Direttiva Omnibus II attribuiva alla Commissione europea il potere di posticipare di un periodo di massimo di dieci anni l’applicazione delle disposizioni di *Solvency II* inerenti ad alcune tematiche,

---

<sup>104</sup> Commissione europea, MARKT/2535/02, 2002, p. 1.

<sup>105</sup> Si veda, in particolare, KPMG, *Study into the Methodologies to Assess the Overall Financial Position of an Insurance Undertaking from the Perspective of Prudential Supervision*, 2002; DG ECFIN, *Impact assessment: possible macroeconomic and financial effects of Solvency II*, marzo 2007; European Central Bank, *Potential impact of Solvency II on financial stability*, 2007.

<sup>106</sup> Si veda CEIOPS, *QIS1 – Summary report*, CEIOPS-FS-01/06; CEIOPS, *QIS2 – Summary Report*, CEIOPS-SEC-71/06S; CEIOPS, *Report on its third Quantitative Impact Study (QIS3) for Solvency II*, CEIOPS-DOC-19/07; CEIOPS, *Report on its fourth Quantitative Impact Study (QIS4) for Solvency II*, CEIOPS-SEC-82/08; EIOPA, *Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS5) for Solvency II*, EIOPA-TFQIS5-11/001.

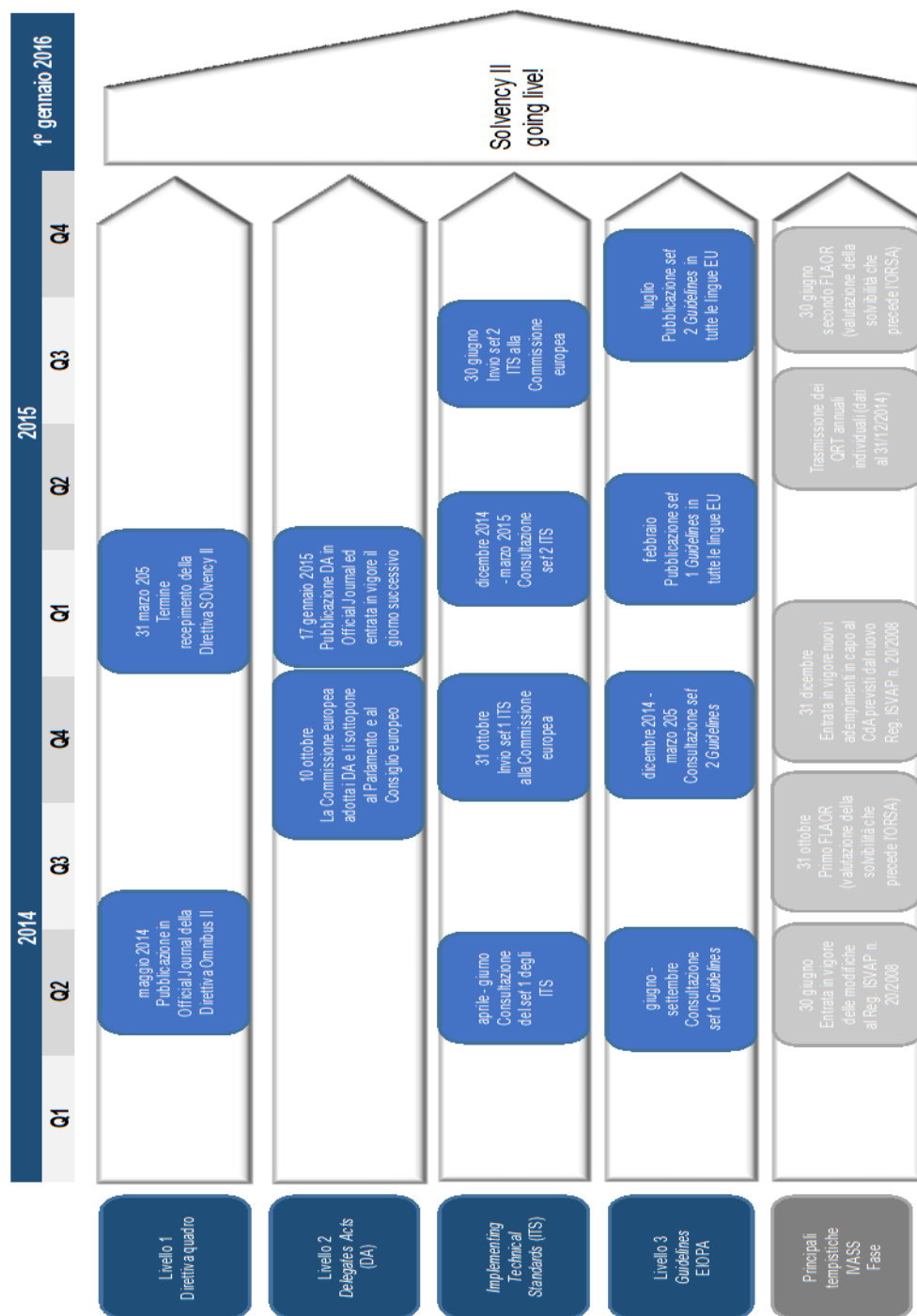
tra cui la valutazione di attività e passività, le riserve tecniche, la *governance*, i fondi propri, ossia il meglio conosciuto *grandfathering*<sup>107</sup>.

Nella Figura 2.2 è rappresentato il contesto normativo che ha preceduto la piena entrata in vigore del nuovo regime di vigilanza prudenziale *Solvency II*, con un dettaglio del processo seguito dall'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni italiana (IVASS) di adeguamento delle imprese di assicurazione italiane.

---

<sup>107</sup> La Direttiva 2014/51/UE, che ha emendato la Direttiva 2009/138/CE, ha introdotto una disciplina transitoria per permettere alle imprese di assicurazione un passaggio graduale dal regime *Solvency I* alle nuove disposizioni di vigilanza prudenziale.

Figura 2.2. Contesto normativo Solvency II.



## **2.2. Gli obiettivi e i principi di *Solvency II***

La revisione del regime di vigilanza prudenziale mira innanzitutto a migliorare l'integrazione del settore assicurativo europeo e la tutela dell'assicurato e degli aventi diritto alle prestazioni assicurative tramite una regolamentazione più adeguata e coerente con la tipologia delle imprese operanti sul mercato. Nel creare un settore assicurativo europeo più robusto ed efficiente, si viene conseguentemente a potenziare la competitività dell'industria assicurativa europea anche grazie al nuovo approccio improntato sulla gestione del rischio. La trasparenza è un altro obiettivo molto importante di *Solvency II* in quanto consente al mercato e all'Autorità di Vigilanza di svolgere le proprie attività consapevolmente.

Al fine di raggiungere tali obiettivi, il nuovo regime di vigilanza si basa su principi chiave che possono essere sintetizzati come segue e che saranno rappresentati con maggiore dettaglio nel corso del presente Capitolo:

- visione economica del bilancio, ossia ad esempio attività e passività valutate al *fair value* prevedendo anche la compatibilità con i principi contabili internazionali;
- approccio prospettico al *business* e orientato alla mitigazione dei rischi;
- principi di materialità e proporzionalità nell'implementazione delle regole di vigilanza<sup>108</sup>;
- armonizzazione e convergenza delle pratiche di vigilanza a livello europeo (*level playing field*).

## **2.3. La struttura e i principali impatti di *Solvency II***

La Direttiva 2009/138/CE articola la regolamentazione su tre pilastri, che possono essere rappresentati come segue.

Il Pilastro 1 affronta tutti i requisiti quantitativi ed è finalizzato ad assicurare che le imprese abbiano abbastanza capitale in qualsiasi momento e in coerenza con il proprio profilo di rischio. La dotazione di capitale necessaria per sviluppare il *business* non è più definita sulla base di parametri fissi, bensì secondo approcci *risk-based* legati a scenari predefiniti, la cosiddetta Formula Standard e/o a Modelli Interni appositamente sviluppati dalle imprese di assicurazione e approvati dall'Autorità di Vigilanza.

Il Pilastro 2, invece, impone alti *standard* di *governance* dell'impresa di assicurazione, nonché di gestione dei rischi all'interno dell'organizzazione aziendale. Inoltre, per la prima volta, viene introdotta una valutazione interna dei

---

<sup>108</sup> Si veda, in particolare, la Direttiva 2009/138/CE, Considerando 19, 20, 21 e 133, e articoli 29 e 109; il Regolamento Delegato (EU) n. 2015/35, articolo 88.

rischi e della solvibilità, la cosiddetta *Own Risk Solvency Assessment* (ORSA), che richiede alle imprese di valutare i propri rischi sia attuali che in ottica prospettica relativamente alle norme di adeguatezza del capitale. Inoltre, nell'ambito delle regole di *governance*, rientra anche il maggiore potere riconosciuto ai Regolatori per indagare all'interno delle attività di gestione del rischio delle imprese di assicurazione, adottando provvedimenti perentori nei casi di necessità.

Infine, il Pilastro 3 richiede un livello superiore di trasparenza verso gli *stakeholders* e i Regolatori. Infatti, è prevista la predisposizione di una reportistica verso il mercato e verso le Autorità di Vigilanza concernente la solvibilità e la situazione finanziaria dell'impresa al fine di aumentare il livello di informativa dell'impresa stessa.

I principali ambiti su cui *Solvency II* ha impatti a livello di settore possono essere rappresentati come nella tabella che segue<sup>109</sup>.

Principali impatti di <i>Solvency II</i>	
<b>Capitale</b>	- La dotazione di capitale non è più vista come requisito imposto, ma come leva per la gestione economica dell'impresa di assicurazione, a supporto del suo processo decisionale.
<b>Riserve</b>	- Le riserve sono determinate come <i>best estimate</i> , ossia tramite il prezzo di mercato, se disponibile, altrimenti tramite modelli che permettono di attualizzare i flussi di cassa attesi con un margine per il rischio.
<b>Pricing</b>	- Il <i>pricing</i> dei prodotti deve tenere conto del <i>trade-off</i> tra la sicurezza degli stessi e il loro costo, per l'impresa e in ultima analisi per il cliente, nonché identificare più chiaramente il nesso fra le caratteristiche di un prodotto, la sua copertura dal lato dell'attivo e il suo costo in termini di capitale.
<b>Struttura societaria</b>	- I gruppi possono avere degli incentivi a modificare la propria struttura, ad esempio tramite la trasformazione delle imprese di assicurazione controllate in <i>branch</i> o la fusione per incorporazione di partecipate, prevalentemente per massimizzare i benefici di diversificazione delle

<sup>109</sup> Si veda in particolare Redaelli G., *Solvency II. Innovazione nella regolamentazione e riflessi per le imprese di assicurazione*, FrancoAngeli, Milano, 2006; D'Acunto R. et al., *Solvency II rewrites the rules for insurers*, Bain & Company, 2011; Ernst & Young, *Solvency II, the QIS5 results and implications for the US*, 2011; Thibeault A. & Wambeke. M., *Regulatory impact on banks' and insurers' investments*, Vlerick Centre for Financial Services, Brussels, settembre 2014.

Principali impatti di <i>Solvency II</i>	
	attività svolte.
<b>Organizzazione e integrazione tra funzioni aziendali</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La ridefinizione del sistema di <i>risk management</i> è fondamentale per la corretta implementazione di <i>Solvency II</i>. Infatti, il nuovo regime di vigilanza prudenziale crea una diretta correlazione tra rischio e capitale incentivando quindi le imprese a migliorare il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi nonché i processi e le procedure sottostanti al fine di ridurre il requisito di capitale richiesto.</li> <li>- Sotto il profilo della gestione degli investimenti, tenuto conto che i requisiti patrimoniali riflettono anche la rischiosità degli attivi in portafoglio, gli strumenti di gestione integrata delle attività-passività hanno un ruolo sempre più importante.</li> <li>- Le funzioni aziendali devono essere integrate e le procedure operative adeguate per essere conformi con <i>Solvency II</i> e per garantire un processo decisionale più rapido. La collaborazione diventa quindi indispensabile sia con riferimento ai dati che con riferimento ai processi.</li> </ul>
<b>Portafoglio</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Con <i>Solvency II</i> le imprese di assicurazione possono essere orientate a strategie di investimento prudenti per ridurre il requisito di capitale possono influenzare i rendimenti delle polizze tradizionalmente di lungo periodo (prodotti di risparmio e pensionistici)<sup>110</sup>.</li> </ul>

### 3. Il nuovo regime di vigilanza prudenziale *Solvency II*

Nelle sezioni che seguono, il regime di vigilanza prudenziale *Solvency II* è rappresentato in base alle regole di quantificazione e *governance* dei rischi, di cui al Pilastro 1 e 2, e successivamente alle modalità secondo le quali il principio di trasparenza, di cui al Pilastro 3, è implementato nell'ambito della nuova normativa.

#### 3.1. La quantificazione e la *governance* dei rischi

La scelta di rappresentare la disciplina sulla quantificazione dei rischi e quella sulla loro *governance*, ossia sulle misure di mitigazione e gestione degli stessi, discende dal fatto che con *Solvency II* il profilo di rischio di un'impresa di assicurazione non è più considerato in una logica settoriale e quantitativa, divisa per aree verticali, ma è sempre più gestito in modo integrato a tutti i livelli

<sup>110</sup> Per maggiori dettagli, si veda anche la Sezione I del Capitolo III.



dell'organizzazione aziendale, con una visione olistica dei rischi che permetta di coglierne le correlazioni.

In relazione a tale circostanza, il nuovo regime di vigilanza prudenziale pone in essere una reciproca e appropriata interazione tra il primo e secondo pilastro, in modo da considerare unitariamente i rischi quantificabili e quelli non quantificabili o difficilmente quantificabili (ad esempio, i rischi derivanti dalle decisioni strategiche o il rischio reputazionale). Ciò permette di considerare tali rischi in maniera integrata<sup>111</sup>.

Proprio per questo, nel settore assicurativo europeo, attraverso la previsione del secondo pilastro, sono stati ridefiniti ruoli e responsabilità delle funzioni aziendali e di controllo interno. Dette funzioni sono la chiave di lettura della filosofia di *Solvency II* in merito ad un sistema *risk sensitive* che prenda in considerazione rischi interni e rischi esterni, quantificabili e non.

### **3.1.1. La quantificazione dei rischi**

#### **3.1.1.1. I rischi di un'impresa di assicurazione**

Nell'ambito del Pilastro 1, la Direttiva 2009/138/CE identifica una serie di rischi che devono essere considerati ai fini del calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità. Vi sono inoltre altri rischi non quantificabili, ovvero quantificabili solo parzialmente, e che non sono quindi riconducibili al Pilastro 1<sup>112</sup>. Nel seguito del paragrafo, sono pertanto rappresentati i rischi identificati ai sensi della Direttiva 2009/138/CE, ossia quelli legati Pilastro 1, e gli altri rischi.

#### Rischi del Pilastro 1

L'attuale tassonomia dei rischi di *Solvency II* è strutturata su sei principali moduli di rischio e sottomoduli sulla base dei quali è eseguito il calcolo del requisito di capitale di solvibilità, tramite determinate metodologie di calcolo, quali ad esempio la Formula Standard o il Modello Interno<sup>113</sup>.

Ai sensi dell'articolo 101 della Direttiva 2009/138/CE, il requisito patrimoniale di solvibilità copre quanto meno i seguenti rischi:

- il rischio di sottoscrizione per l'assicurazione non vita;
- il rischio di sottoscrizione per l'assicurazione vita;
- il rischio di sottoscrizione per l'assicurazione malattia;

---

<sup>111</sup> Si veda la Direttiva 2009/138/CE, Considerando 29.

<sup>112</sup> I principali riferimenti normativi del paragrafo sono la Direttiva 2009/138/CE, articoli 13, 101, 104, 105 e 107.

<sup>113</sup> Per maggiori dettagli sulle metodologie di calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità, si rimanda al paragrafo 3.1.1.3. del presente Capitolo.

- il rischio di mercato;
- il rischio di credito;
- il rischio operativo.

Ai sensi dell'articolo 105 della Direttiva 2009/138/CE:

- il modulo del rischio di sottoscrizione per l'assicurazione non vita riflette il rischio derivante da obbligazioni di assicurazione non vita, tenuto conto dei pericoli coperti e delle procedure utilizzate nell'esercizio dell'attività, ed è calcolato come combinazione dei requisiti patrimoniali almeno per i seguenti sottomoduli:
  - a) il rischio di perdita o variazione sfavorevole del valore delle passività assicurative, derivante da oscillazioni riguardanti il momento di accadimento, la frequenza e la gravità degli eventi assicurati nonché il momento di accadimento e l'importo delle liquidazioni di sinistri (rischio di tariffazione e di riservazione per l'assicurazione non vita);
  - b) il rischio di perdita o di variazione sfavorevole del valore delle passività assicurative, derivante da un'incertezza significativa delle ipotesi in materia di fissazione dei prezzi e di costituzione delle riserve in rapporto ad eventi estremi o eccezionali (rischio di catastrofe per l'assicurazione non vita);
- il modulo del rischio di sottoscrizione per l'assicurazione vita riflette il rischio derivante da obbligazioni di assicurazione vita, tenuto conto dei pericoli coperti e delle procedure utilizzate nell'esercizio dell'attività, ed è calcolato come combinazione dei requisiti patrimoniali almeno per i seguenti sottomoduli:
  - a) il rischio di perdita o di variazione sfavorevole del valore delle passività assicurative, derivante da variazioni del livello, della tendenza o della volatilità dei tassi di mortalità, laddove un incremento del tasso di mortalità dà luogo ad un incremento del valore delle passività assicurative (rischio di mortalità);
  - b) il rischio di perdita o di variazione sfavorevole del valore delle passività assicurative, derivante da variazioni del livello, della tendenza o della volatilità dei tassi di mortalità, laddove un calo del tasso di mortalità dà luogo ad un incremento del valore delle passività assicurative (rischio di longevità);
  - c) il rischio di perdita o di variazione sfavorevole del valore delle passività assicurative, derivante da variazioni del livello, della

tendenza o della volatilità dei tassi di invalidità, malattia e morbidità (rischio di invalidità – morbidità).

- d) il rischio di perdita o di variazione sfavorevole del valore delle passività assicurative, derivante da variazioni del livello, della tendenza o della volatilità delle spese incorse in relazione ai contratti di assicurazione o di riassicurazione (rischio di spesa per l'assicurazione vita).
  - e) il rischio di perdita o di variazione sfavorevole del valore delle passività assicurative, derivante da oscillazioni del livello, della tendenza o della volatilità dei tassi di revisione delle rendite, dovute a variazioni del quadro giuridico o dello stato di salute della persona assicurata (rischio di revisione);
  - f) il rischio di perdita o di variazione sfavorevole del valore delle passività assicurative, derivante da variazioni del livello o della volatilità dei tassi delle estinzioni anticipate, dei recessi, dei rinnovi e dei riscatti delle polizze (rischio di estinzione anticipata);
  - g) il rischio di perdita o di variazione sfavorevole del valore delle passività assicurative, derivante dall'incertezza significativa delle ipotesi in materia di fissazione dei prezzi e di costituzione delle riserve in rapporto ad eventi estremi o sporadici (rischio di catastrofe per l'assicurazione vita);
- il modulo del rischio di sottoscrizione per l'assicurazione malattia riflette il rischio derivante dalla sottoscrizione di obbligazioni di assicurazione malattia, quando questa sia o meno praticata su una base tecnica simile a quella dell'assicurazione vita, tenuto conto sia dei pericoli coperti che dei processi utilizzati nell'esercizio dell'attività. Tale modulo copre almeno i seguenti rischi:
- a) il rischio di perdita o di variazione sfavorevole del valore delle passività assicurative, derivante da variazioni del livello, della tendenza o della volatilità delle spese incorse in relazione ai contratti di assicurazione o di riassicurazione;
  - b) il rischio di perdita o variazione sfavorevole del valore delle passività assicurative, derivante da oscillazioni riguardanti il momento di accadimento, la frequenza e la gravità degli eventi assicurati nonché il momento di accadimento e l'importo delle liquidazioni di sinistri al momento della costituzione delle riserve;
  - c) il rischio di perdita o di variazione sfavorevole del valore delle passività assicurative, derivante dall'incertezza significativa delle

ipotesi relative alla fissazione dei prezzi e alla costituzione delle riserve in rapporto al verificarsi di importanti epidemie nonché all'insolita accumulazione di rischi che si verifica in tali circostanze estreme;

- il modulo del rischio di mercato riflette il rischio derivante dal livello o dalla volatilità dei prezzi di mercato degli strumenti finanziari che hanno un impatto sul valore delle attività e delle passività dell'impresa. Esso riflette adeguatamente il disallineamento strutturale tra attività e passività, in particolare rispetto alla loro durata, ed è calcolato come combinazione dei requisiti patrimoniali almeno per i seguenti sottomoduli:
  - a) la sensibilità del valore delle attività, delle passività e degli strumenti finanziari a variazioni della struttura per scadenza dei tassi d'interesse o della volatilità dei tassi di interesse (rischio di tasso di interesse);
  - b) la sensibilità del valore delle attività, delle passività e degli strumenti finanziari a variazioni del livello o della volatilità dei prezzi di mercato degli strumenti di capitale (rischio azionario);
  - c) la sensibilità del valore delle attività, delle passività e degli strumenti finanziari a variazioni del livello o della volatilità dei prezzi di mercato dei beni immobili (rischio immobiliare);
  - d) la sensibilità del valore delle attività, delle passività e degli strumenti finanziari a variazioni del livello o della volatilità degli spread di credito rispetto alla struttura per scadenze dei tassi di interesse privi di rischio (rischio di spread);
  - e) la sensibilità del valore delle attività, delle passività e degli strumenti finanziari a variazioni del livello o della volatilità dei tassi di cambio delle valute (rischio valutario);
  - f) i rischi aggiuntivi per l'impresa di assicurazione o di riassicurazione derivanti o dalla mancanza di diversificazione del portafoglio delle attività o da grandi esposizioni al rischio di inadempimento da parte di un unico emittente di titoli o di un gruppo di emittenti collegati (concentrazioni del rischio di mercato);
- il modulo del rischio di inadempimento della controparte riflette le possibili perdite dovute all'inadempimento imprevisto o al deterioramento del merito di credito delle controparti e dei debitori delle imprese di assicurazione e di riassicurazione nel corso dei successivi dodici mesi. Il modulo del rischio di inadempimento della controparte copre i contratti di attenuazione del rischio, quali gli accordi di riassicurazione, le cartolarizzazioni e i derivati, nonché i crediti nei confronti di intermediari e qualsiasi altra esposizione

non coperta nel sottomodulo del rischio di *spread*. Il modulo tiene adeguatamente conto delle garanzie collaterali o di altro genere detenute dall'impresa di assicurazione o di riassicurazione o per suo conto e dei rischi ivi associati.

Inoltre, ai sensi degli articoli 13 e 107 della Direttiva 2009/138/CE, il rischio operativo rappresenta il rischio di perdite derivanti dall'inadeguatezza o dalla disfunzione di procedure interne, risorse umane o sistemi, oppure da eventi esogeni. Il requisito patrimoniale per il rischio operativo deve riflettere i rischi operativi nella misura in cui non siano già coperti negli altri moduli di rischio.

#### Altri rischi

In aggiunta ai rischi individuati ai sensi delle disposizioni normative, l'impresa può adottare una metodologia di classificazione dei rischi che tenga in considerazione anche di altri rischi specifici della attività di impresa.

Nell'ambito della valutazione interna del rischio e della solvibilità<sup>114</sup>, sono considerati rilevanti altri rischi di tipo qualitativo per i quali deve essere fornita una valutazione descrittiva, eventualmente corredata da un'indicazione di livello qualitativo o di gravità complessiva, in termini di perdita potenziale. A titolo esemplificativo, si fa riferimento ai rischi strategici e reputazionali, rischi emergenti, i rischi di liquidità, rischi legati all'appartenenza a un gruppo o a un'*asset allocation* fortemente orientata a investimenti in titoli governativi.

#### **3.1.1.2. Il bilancio secondo le logiche di *Solvency II***

Il nuovo regime di vigilanza *Solvency II* prevede un requisito di capitale sensibile al rischio basato su un calcolo prospettico (*Solvency Capital Requirement*) ed un livello minimo di sicurezza al di sotto del quale non dovrebbe scendere l'importo delle risorse finanziarie (*Minimum Capital Requirement*).

La valutazione della situazione finanziaria delle imprese di assicurazione si basa su solidi principi economici e sull'uso ottimale delle informazioni fornite dai mercati finanziari nonché sui dati generalmente disponibili in merito ai rischi legati al *business*. In particolare, i requisiti di solvibilità si fondano su una valutazione economica dell'intero stato patrimoniale.

La Direttiva 2009/138/CE introduce il concetto di *market consistency*, secondo cui le valutazioni degli attivi e dei passivi devono essere effettuate all'importo al quale potrebbero essere scambiati o trasferiti in un'operazione svolta alle normali condizioni di mercato<sup>115</sup>. Pertanto, se i contratti sono scambiati sul mercato, il valore *market consistent* è dato dal prezzo quotato, il cosiddetto *mark-to-market*.

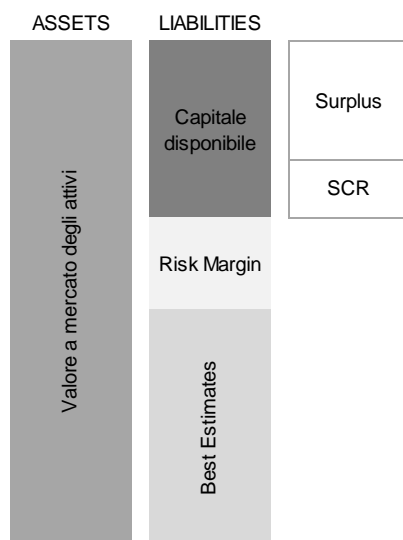
---

<sup>114</sup> Per maggiori dettagli sull'ORSA, si rimanda al paragrafo 3.1.2.3. del presente Capitolo.

<sup>115</sup> Si veda la Direttiva 2009/138/CE, articolo 75.

In caso contrario, la coerenza con il mercato deve essere garantita da un modello di valutazione costruito internamente, il cosiddetto *mark-to-model*<sup>116</sup>.

Figura 2.3. Lo stato patrimoniale in ottica Solvency II (esemplificativo).



Come rappresentato in Figura 2.3, gli attivi a disposizione dell'impresa di assicurazione devono essere sufficienti per coprire:

- le riserve tecniche, che sono scomponibili nelle due componenti *Best Estimate* e *Risk Margin*;
- i requisiti patrimoniali di solvibilità, ossia il *Solvency Capital Requirement* e il *Minimum Capital Requirement*.

### Assets

Ai sensi dell'articolo 9 del Regolamento Delegato (UE) 2015/35, le imprese di assicurazione devono valutare le attività e le passività conformemente ai principi contabili internazionali adottati dalla Commissione a norma del regolamento (CE) n. 1606/2002 (IAS/IFRS)<sup>117</sup>.

In particolare quando è possibile bisogna fare riferimento al valore di mercato degli *asset*, ovvero al valore di mercato di *asset* simili (con opportuni aggiustamenti per tenere conto delle differenze). In caso di indisponibilità di

<sup>116</sup> I principali riferimenti normativi ai fini del presente paragrafo sono la Direttiva 2009/138/CE, articolo 75; il Regolamento Delegato (EU) 2015/35, Capo II; EIOPA, *Guidelines in merito in materia di contabilizzazione e valutazione delle attività e delle passività diverse dalle riserve tecniche*, EIOPA-BoS-15/113 IT.

<sup>117</sup> Si veda anche il Regolamento Delegato (UE) 2015/35, Considerando 6.

valori di mercato, può essere utilizzato il cosiddetto metodo *mark-to-model* (Tabella 2.1).

Tabella 2.1. L'approccio *market consistent* (esemplificativo).

Mark-to-market	Mark-to-model
Valutazione per le singole voci basate sui principi contabili <i>local</i> o IFRS se costituiscono una valutazione economica; nel caso contrario, occorre apportare opportune correzioni.	Formalizzazione delle procedure di valutazione e delle fonti di <i>input</i> utilizzate.
Necessità di un sistema per le elaborazioni numeriche e determinazione del <i>market value</i> degli strumenti.	Attribuzione chiara delle responsabilità ai referenti che partecipano alle valutazioni.
Prezzi derivanti da fonti indipendenti.	Valutazione tramite tecniche di modellizzazione.

### Riserve tecniche

Con riferimento alle riserve tecniche, queste si compongono di *Best Estimate* e *Risk Margin*.

Ai sensi dell'articolo 77, comma 2, della Direttiva 2009/138/CE, le *Best Estimate* sono intese come la migliore stima corrisponde alla media dei flussi di cassa futuri ponderata con la probabilità, tenendo conto del valore temporale del denaro, *i.e.* il valore attuale atteso dei flussi di cassa futuri, sulla base della pertinente struttura di scadenza dei tassi di interesse privi di rischio.

Ai sensi dell'articolo 77, comma 3, della Direttiva 2009/138/CE, per *Risk Margin* si intende un ammontare che garantisca che il valore delle riserve tecniche sia equivalente all'importo di cui le imprese di assicurazione avrebbero bisogno per assumersi e onorare le obbligazioni assunte.

Il *Risk Margin* è quindi calcolato determinando il costo della costituzione di un importo di fondi propri ammissibili pari al SCR necessario per far fronte alle obbligazioni assunte lungo tutta la loro durata di vita<sup>118</sup>. Il tasso utilizzato nella determinazione del costo per la costituzione di un importo di fondi propri ammissibili è definito costo del capitale.

<sup>118</sup> Per maggiori dettagli sui fondi propri, si rimanda al prosieguo del presente paragrafo.

### Fondi propri

I fondi propri rappresentano le risorse finanziarie dell'impresa di assicurazione richieste per assorbire eventuali perdite connesse ai rischi assunti<sup>119</sup>. Ai sensi dell'articolo 87 della Direttiva 2009/138/CE, i fondi propri comprendono i fondi propri di base e quelli accessori.

Nei fondi propri di base, disciplinati all'articolo 88 della Direttiva 2009/138/CE, sono comprese tali componenti:

- la parte eccedente delle attività rispetto alle passività, che deve essere valutata secondo una logica *market consistent* al netto delle azioni proprie detenute dall'impresa<sup>120</sup>;
- le passività subordinate.

I fondi propri accessori, disciplinati all'articolo 89 della Direttiva 2009/138/CE, sono costituiti da elementi diversi dai fondi propri di base, che possono essere a loro volta richiamati per assorbire le perdite. Questi possono comprendere i seguenti elementi nella misura in cui non si tratti di elementi dei fondi propri di base:

- capitale sociale non ancora versato e non richiamato;
- le lettere di credito e le garanzie;
- qualsiasi altro impegno giuridicamente vincolante ricevuto da altre imprese di assicurazione e riassicurazione.

Quando un elemento dei fondi propri accessori viene richiamato ovvero versato, si trasforma in un'attività e cessa di far parte dei fondi propri accessori.

L'importo di ciascun elemento dei fondi propri accessori riflette la sua capacità di assorbimento delle perdite e si basa su ipotesi prudenti/realistiche. Ai sensi dell'articolo 90 della Direttiva 2009/138/CE, gli importi degli elementi dei fondi propri accessori devono essere approvati preventivamente da parte dell'Autorità di Vigilanza. Se l'elemento in questione presenta un valore nominale fisso, l'importo assegnato a tale elemento è pari al valore nominale, purché questo rifletta la sua capacità di assorbimento delle perdite.

L'Autorità di Vigilanza provvede all'approvazione di un:

- importo monetario per ciascun elemento dei fondi propri accessori; oppure,

---

<sup>119</sup> I principali riferimenti normativi ai fini del presente paragrafo sono: la Direttiva 2009/138/CE, articoli da 87 a 99; il Regolamento Delegato (UE) 2015/35, articoli da 62 a 82; EIOPA, *Guidelines sulla classificazione dei fondi propri*, EIOPA-BoS-14/168 IT; EIOPA, *Guidelines sui fondi propri accessori*, EIOPA-BoS-14/167 IT.

<sup>120</sup> In particolare, si veda la Direttiva 2009/138/CE, articolo 75 e Capo VI, Sezione 2.



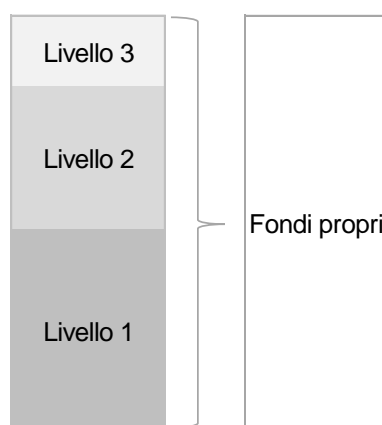
- metodo di calcolo dell'importo di ciascun elemento dei fondi propri accessori. In questo caso l'importo così calcolato viene accordato per un determinato periodo di tempo.

Il processo di approvazione dei fondi propri accessori tiene conto di criteri definiti dall'Autorità di Vigilanza che riguardano, in particolare, lo *status* delle controparti interessate, in relazione alla loro capacità e disponibilità a pagare e la recuperabilità effettiva dei fondi propri<sup>121</sup>.

Gli elementi dei fondi propri sono classificati in base alla tipologia (di base o accessori) e in relazione alla misura in cui essi presentano le seguenti caratteristiche<sup>122</sup>:

- disponibilità permanente: l'elemento è disponibile o può essere richiamato su richiesta per assorbire interamente le perdite nella prospettiva della continuità aziendale;
- subordinazione: in caso di liquidazione, l'importo totale dell'elemento è disponibile per assorbire le perdite e il rimborso dell'elemento al possessore avviene solo dopo che sono state onorate tutte le altre obbligazioni;
- assenza di incentivi a rimborsare: l'elemento è privo di obblighi/incentivi a rimborsare il suo importo nominale;
- assenza di costi obbligatori di servizio: l'elemento è privo di spese fisse obbligatorie;
- assenza di gravami: l'elemento è libero da gravami.

*Figura 2.4. I livelli di classificazione dei fondi propri (esemplificativo).*



<sup>121</sup> Si veda il Regolamento Delegato (UE) 2015/35, articolo 62.

<sup>122</sup> Si veda la Direttiva 2009/138/CE, articolo 93.

Inoltre, al fine di valutare in che misura gli elementi dei fondi propri possiedano le caratteristiche di disponibilità permanente e subordinazione, occorre tenere in considerazione la durata dell'elemento e in particolare il fatto che abbia o meno una scadenza.

In base alla presenza di tali caratteristiche, ai sensi dell'articolo 94 della Direttiva 2009/138/CE, i fondi propri sono divisi in tre livelli di classificazione, come rappresentato nella Figura 2.4 che precede.

Ai sensi dell'articolo 69 del Regolamento Delegato (UE) 2015/35, gli elementi dei fondi propri di base di seguito rappresentati sono considerati di livello 1 qualora presentino gli aspetti di cui all'articolo 71 del citato Regolamento:

- la parte eccedente delle attività rispetto alle passività, valutata secondo una logica *market consistent*, valutata conformemente all'articolo 75 e al capo VI, Sezione 2, della Direttiva 2009/138/CE, che comprende:
  - il capitale sociale ordinario versato e il relativo sovrapprezzo di emissione (al netto dell'importo delle azioni proprie detenute dall'impresa).
  - i fondi iniziali versati, i contributi dei membri o l'elemento equivalente dei fondi propri di base per le mutue e le imprese a forma mutualistica.
  - i conti subordinati versati dai membri delle mutue.
  - le riserve di utili (ossia utili cumulati che non sono stati messi a disposizione per essere distribuiti a contraenti e beneficiari) non considerate come passività assicurative e riassicurative, nella misura in cui esse soddisfino i criteri di cui all'articolo 94, comma 1 della Direttiva 2009/138/CE.
  - le azioni privilegiate e il relativo sovrapprezzo di emissione;
  - una riserva di riconciliazione finalizzata a catturare l'effetto generato dalla valutazione effettuata secondo i principi del bilancio di esercizio rispetto alla valutazione basata sulle regole *Solvency II*, di cui all'articolo 70 del Regolamento Delegato (UE) 2015/35;
- le passività subordinate valutate secondo i criteri *Solvency II*<sup>123</sup>.

Gli elementi dei fondi propri di base di seguito riportati, non inclusi nel livello 1, rientrano nel livello 2:

---

<sup>123</sup> In particolare, si veda la Direttiva 2009/138/CE, articolo 75.

- la parte eccedente di attività rispetto alle passività, valutata conformemente all'articolo 75 e al capo VI, sezione 2, della Direttiva 2009/138/CE, compresi i seguenti elementi:
  - il capitale sociale ordinario e il relativo sovrapprezzo di emissione;
  - i fondi iniziali, i contributi dei membri o l'elemento equivalente dei fondi propri di base per le mutue e le imprese a forma mutualistica;
  - i conti subordinati dei membri delle mutue;
  - le azioni privilegiate e il relativo sovrapprezzo di emissione;
- le passività subordinate valutate secondo i criteri *Solvency II*<sup>124</sup>.

Tali elementi sono ammessi a costituire i fondi propri di livello 2 purché siano i criteri di cui all'articolo 73 del Regolamento Delegato (UE) 2015/35.

Gli elementi dei fondi propri di base di seguito riportati, che non rientrano nei livelli 1 e 2, rientrano nel livello 3:

- la parte eccedente di attività rispetto alle passività, valutata conformemente al capo VI, Sezioni 1 e 2, della Direttiva 2009/138/CE, compresi i seguenti elementi:
  - i conti subordinati dei membri delle mutue;
  - le azioni privilegiate e il relativo sovrapprezzo di emissione;
  - un importo pari al valore delle attività fiscali differite nette;
- le passività subordinate valutate secondo i criteri *Solvency II*<sup>125</sup>.

Tali elementi sono ammessi a costituire fondi di livello 3 purché siano soddisfatti i criteri di cui all'articolo 77 del Regolamento Delegato (UE) 2015/35.

Ai sensi dell'articolo 82 del Regolamento Delegato (UE) 2015/35, i criteri per soddisfare i requisiti patrimoniali di solvibilità, ossia che determinano i fondi propri eleggibili a copertura degli stessi, sono di seguito riportati. Con riferimento al *Solvency Capital Requirement*:

- l'ammontare ammissibile degli elementi di livello 1 deve essere almeno il 50% del SCR;
- l'ammontare ammissibile degli elementi di livello 3 deve essere inferiore al 15% del SCR;
- la somma degli importi ammissibili degli elementi di livello 2 e di livello 3 non deve superare il 50% del SCR.

---

<sup>124</sup> Come la nota sopra.

<sup>125</sup> Come la nota sopra.

I criteri per soddisfare il *Minimum Capital Requirement*, invece, sono:

- l'importo ammissibile degli elementi di livello 1 deve essere pari almeno all'80% del MCR;
- l'importo ammissibile degli elementi di livello 2 non deve superare il 20% del MCR.

Gli elementi dei fondi propri di base del livello 3 e dei fondi propri accessori non sono ammissibili per la copertura del MCR.

Entro i limiti precedentemente evidenziati per soddisfare i requisiti patrimoniali (SCR e MCR) per gli elementi di livello 1, la somma dei seguenti elementi dei fondi propri di base corrisponde a meno del 20% dell'importo totale degli elementi di livello 1:

- i conti subordinati versati dei membri delle mutue<sup>126</sup>;
- le azioni privilegiate versate e il relativo sovrapprezzo di emissione<sup>127</sup>;
- le passività subordinate versate valutate conformemente all'articolo 75 della Direttiva 2009/138/CE<sup>128</sup>;
- gli elementi inclusi nei fondi propri di base di livello 1 secondo la misura transitoria di cui all'articolo 308 *ter*, paragrafo 9, della Direttiva 2009/138/CE.

### **3.1.1.3. I requisiti di capitale**

Il nuovo regime di vigilanza prudenziale mira a garantire la stabilità finanziaria dell'impresa di assicurazione e conseguentemente del sistema finanziario in cui opera. Per la prima volta la normativa assicurativa introduce requisiti di capitale *risk-based* per catturare la rischiosità di differenti strategie di investimento e di *business*<sup>129</sup>.

Elemento essenziale del Pilastro 1 riguarda quindi l'introduzione di due livelli di requisiti di capitale, calcolati valutando attività e passività ai valori di mercato<sup>130</sup>.

---

<sup>126</sup> Si deva il Regolamento Delegato, articolo 69, lettera a), punto iii).

<sup>127</sup> Si deva il Regolamento Delegato, articolo 69, lettera a), punto vi).

<sup>128</sup> Si deva il Regolamento Delegato, articolo 69, lettera b).

<sup>129</sup> I principali riferimenti normativi ai fini del presente paragrafo sono: la Direttiva 2009/138/CE, articoli da 100 a 131; il Regolamento Delegato (UE) 2015/35, articoli da 83 a 253; il Regolamento di esecuzione (UE) 2015/460; il Regolamento di esecuzione (UE) 498/2015; EIOPA, *Guidelines sulla procedura preliminare dei modelli interni*, EIOPA-CP- 13/011 IT; EIOPA, *Guidelines sull'uso dei modelli interni*, EIOPA-BoS-14/180 IT; EIOPA, *Guidelines sui parametri specifici dell'impresa*, EIOPA-BoS-14/178 IT.

<sup>130</sup> Per maggiori dettagli sulla valutazione delle attività e passività, si rimanda al paragrafo 3.1.1.2..

#### **3.1.1.3.1. Il Solvency Capital Requirement**

Il *Solvency Capital Requirement* (SCR) rappresenta il requisito patrimoniale di solvibilità che deve consentire all'impresa di assicurazione di poter assorbire anche significative perdite inattese e fornire così una ragionevole sicurezza agli assicurati.

Il Capo VI, Sezione 4 della Direttiva 2009/138/CE, in particolare dagli articoli 100 e seguenti, è dedicato al calcolo del *Solvency Capital Requirement*.

Il *Solvency Capital Requirement* (SCR) deve essere calibrato in modo da garantire che siano presi in considerazione tutti i rischi quantificabili cui è esposta un'impresa di assicurazione. Esso copre l'attività esistente nonché le nuove attività che si prevede vengano iscritte nel corso dei dodici mesi successivi. Per quanto riguarda l'attività esistente, esso copre esclusivamente le perdite inattese. Tecnicamente, il SCR corrisponde al valore a rischio dei fondi propri di base dell'impresa di assicurazione soggetto ad un livello di confidenza del 99,5 % su un periodo di un anno<sup>131</sup>.

Il SCR deve tenere conto almeno di tutti i rischi quantitativi e può essere calcolato sia attraverso una Formula Standard sia tramite l'utilizzo di Modelli Interni che sono costruiti in base alle tipologie di rischi che le imprese hanno assunto e quindi idonei a rappresentare in maniera più precisa e aderente il profilo di rischio delle stesse.

##### Metodologie di calcolo

Il nuovo regime di vigilanza prudenziale prevede due principali metodologie di calcolo del SCR, tramite la cosiddetta Formula Standard o mediante l'utilizzo di un Modello Interno, completo o parziale, costruito sul profilo di rischio dell'impresa.

Le imprese possono inoltre calcolare il SCR sostituendo alcuni parametri della Formula Standard con parametri specifici dell'impresa, i cosiddetti *Undertaking Specific Parameters* (USPs).

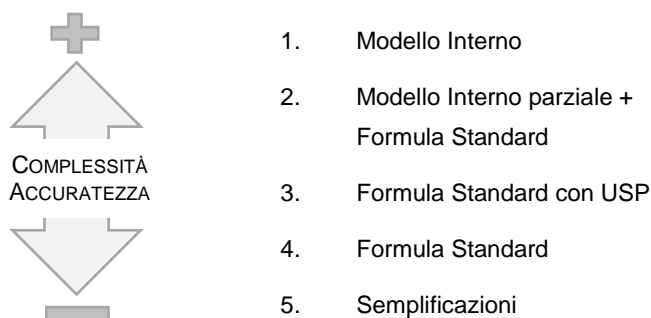
La quantificazione del *Solvency Capital Requirement* può derivare anche dall'utilizzo combinato delle metodologie di calcolo che sono applicate in base a differenti livelli di complessità e accuratezza (Figura 2.5). La Direttiva 2009/138/CE prevede inoltre metodi semplificati di calcolo del SCR che possono essere utilizzati secondo l'applicazione del principio di proporzionalità, ossia perseguendo l'obiettivo di una valutazione adeguata alla natura, alla rilevanza e alla complessità dei rischi da controllare<sup>132</sup>.

---

<sup>131</sup> Si veda la Direttiva 2009/138/CE, articolo 101.

<sup>132</sup> Si veda in particolare la Direttiva 2009/138/CE, Considerando 19, 201, 21, 133, e all'articolo 29, e il Regolamento Delegato (UE) 2015/35, articolo 88.

Figura 2.5. Metodologie di calcolo del SCR (esemplificativo).



Nel calcolo del SCR tramite Formula Standard, si adotta un processo modulare organizzato per livelli di aggregazione. Per ciascun sottomodulo di rischio sono identificate le probabilità di accadimento dell'evento estremo in funzione dei parametri medi del mercato europeo, ossia uno ogni duecento anni e corrispondente al 99,5 esimo percentile della sua distribuzione di probabilità <sup>133</sup>.

Il SCR secondo la Formula Standard è calcolato come segue<sup>134</sup>:

$$SCR = BSCR + ADJ + SCR_{Op}$$

In cui:

- BSCR = *Basic Solvency Capital Requirement* (BSCR) ossia il requisito patrimoniale di base. Secondo la Formula Standard, il BSCR è calcolato come segue:

$$BSCR = \sqrt{\sum_{i,j} Corr_{i,j} \times SCR_i \times SCR_j} + SCR_{Intangibles}$$

dove:

- dove  $SCR_i$  è il modulo di rischio  $i$  e  $SCR_j$  è il modulo di rischio  $j$ , e dove « $i,j$ » significa che la somma dei diversi termini dovrebbe coprire tutte le combinazioni possibili di  $i$  e  $j$ <sup>135</sup>;
- il fattore  $Corr_{i,j}$  indica la voce di cui alla riga  $i$  e colonna  $j$  della matrice di correlazione di seguito riportata (Tabella 2.2);
- $SCR_{intangibles}$  è il requisito patrimoniale per il rischio relativo alle attività immateriali di cui all'articolo 203 del Regolamento Delegato (UE) 2015/35.

<sup>133</sup> I principali riferimenti normativi ai fini del presente paragrafo sono: la Direttiva 2009/138/CE, articoli da 103 a 111; il Regolamento Delegato (UE) 2015/35, articoli da 83 a 221.

<sup>134</sup> Si veda la Direttiva 2009/138/CE, articolo 103.

<sup>135</sup> Si veda la Direttiva 2009/138/CE, allegato IV, punto 1.

Ai fini del calcolo del BSCR, si tiene conto pertanto del prodotto di tutte le combinazioni dei requisiti assorbiti dai diversi fattori di rischio, a esclusione del modulo relativo al rischio operativo.

I rischi considerati sono poi calcolati secondo la matrice di correlazione fornita dal Regolatore (Tabella 2.2).

*Tabella 2.2. Matrice di correlazione.*

<i>Corr i, j</i>	<i>SCR<sub>mkt</sub></i>	<i>SCR<sub>def</sub></i>	<i>SCR<sub>life</sub></i>	<i>SCR<sub>health</sub></i>	<i>SCR<sub>non-life</sub></i>
<i>SCR<sub>mkt</sub></i>	1	0.25	0.25	0.25	0.25
<i>SCR<sub>def</sub></i>	0.25	1	0.25	0.25	0.5
<i>SCR<sub>life</sub></i>	0.25	0.25	1	0.25	0
<i>SCR<sub>health</sub></i>	0.25	0.25	0.25	1	0
<i>SCR<sub>non-life</sub></i>	0.25	0.5	0	0	1

*Fonte: Direttiva 2009/138/CE, Allegato IV.*

- ADJ = aggiustamento per la capacità di assorbimento delle perdite delle riserve tecniche e delle imposte differite<sup>136</sup>.

L'aggiustamento per la capacità di assorbimento delle perdite delle riserve tecniche e delle imposte differite riflette la compensazione potenziale delle perdite inattese tramite una riduzione simultanea delle riserve tecniche o delle imposte differite o una combinazione delle due;

- SCR Op = requisito patrimoniale di solvibilità per il rischio operativo. Quest'ultimo riflette i rischi operativi nella misura in cui non siano già coperti nei moduli di rischio precedenti<sup>137</sup>.

Nell'ambito della Formula Standard, le imprese di assicurazione possono adottare la cosiddetta metodologia *Undertaking Specific Parameters* che consente di calcolare il SCR utilizzando parametri specifici interni in sostituzione di un sottoinsieme di parametri (*market wide*) definiti dal Regolatore per il calcolo dei moduli del rischio di sottoscrizione per l'assicurazione vita, del rischio di sottoscrizione per l'assicurazione non vita e del rischio di sottoscrizione per l'assicurazione malattia<sup>138</sup>. In conformità con la normativa, tali parametri sono

<sup>136</sup> Si veda la Direttiva 2009/138/CE, articolo 108.

<sup>137</sup> Si veda la Direttiva 2009/138/CE, articolo 107.

<sup>138</sup> I principali riferimenti normativi ai fini del presente paragrafo sono: la Direttiva 2009/138/CE, articoli 104, 110; il Regolamento Delegato (UE) 2015/35, articoli da 218 a 220; il Regolamento di esecuzione (UE) 498/2015; EIOPA, *Guidelines sui parametri specifici dell'impresa*, EIOPA-BoS-14/178 IT.

calibrati sulla base dei dati interni dell'impresa interessata. La metodologia USP rappresenta uno strumento che le imprese possono adottare indipendentemente dalla richiesta di approvazione all'utilizzo di un Modello Interno. Come per il Modello Interno, anche la metodologia USP richiede la preventiva autorizzazione all'utilizzo da parte dell'Autorità di Vigilanza. La scelta di ricorrere ai parametri specifici dell'impresa di assicurazione è dettata proprio dal fatto che l'utilizzo di tali parametri consente di rappresentare in modo più accurato le caratteristiche di rischio della singola impresa. Si ritiene infatti che le specificità in termini di dimensioni, tipologia di *business* e mercato di riferimento possano essere scarsamente colte da stime medie effettuate sul mercato europeo e che sono rappresentate dai parametri (*market wide*) presenti nella Formula Standard.

L'impresa di assicurazione può calcolare il requisito di capitale anche tramite l'utilizzo del cosiddetto Modello Interno, che può essere completo o parziale. Si tratta di Modello Interno parziale quando non copre tutti i fattori di rischio e/o l'intero perimetro societario riferibile all'impresa di assicurazione<sup>139</sup>. L'utilizzo di un Modello Interno richiede la conformità a ulteriori requisiti rispetto a quelli sopra rappresentati. In particolare, l'impresa di assicurazione deve fornire giustificazioni dell'utilizzo di un Modello Interno sostanzialmente legate alle ragioni della scelta e all'eventuale piano di transizione verso un Modello Interno completo, nel caso chiedi l'autorizzazione all'utilizzo di un Modello Interno parziale. L'impresa di assicurazione deve inoltre fornire dimostrazioni su come il Modello Interno, completo o parziale, permetta di calcolare un SCR più coerente con il profilo di rischio effettivo dell'impresa rispetto a quello generato dalla Formula Standard. Infine, è richiesto all'impresa di assicurazione di dare evidenza delle metodologie utilizzate per integrare i risultati del Modello Interno parziale con quelli della Formula Standard.

Tramite il Modello Interno, l'impresa di assicurazione calcola il requisito di capitale in base ai propri rischi e secondo metodologie di valutazione del rischio definite internamente e adeguatamente documentate.

Ai fini del calcolo del SCR, l'elemento fondamentale da considerare è dato dalla misura di rischio.

Le imprese di assicurazione possono adottare diverse misure di rischio che consentono di valutare, previsionalmente, i propri rischi, su un determinato arco temporale e con una determinata probabilità. Una di queste misure è il *Value at Risk* (VaR) che consente di analizzare il rischio dell'intero portafoglio

---

<sup>139</sup> I principali riferimenti normativi ai fini del presente paragrafo sono: Direttiva 2009/138/CE, articoli da 112 a 127; Regolamento Delegato (UE) 2015/35, articoli da 222 a 247; il Regolamento di esecuzione (UE) 2015/460; EIOPA, *Guidelines sulla procedura preliminare dei modelli interni*, EIOPA-CP- 13/011 IT; EIOPA, *Guidelines sull'uso dei modelli interni*, EIOPA-BoS-14/180 IT.



dell'impresa di assicurazione<sup>140</sup>. In particolare, il VaR è una misura statistica che rappresenta i rischi tramite una distribuzione di probabilità di profitti e perdite, la cosiddetta *Probability Density Forecast* (PDF). Lo strumento tiene in considerazione la correlazione tra i diversi rischi e la probabilità che si realizzino determinati scenari. Il *Value at Risk* misura la perdita potenziale che un'impresa di assicurazione può subire con una certa probabilità, con un livello di confidenza pari al 99,5%, su un determinato orizzonte temporale, ossia un anno<sup>141</sup>. Quindi, tramite il VaR l'impresa misura la massima perdita potenziale che può subire nell'orizzonte temporale di un anno e con un intervallo di confidenza pari al 99,5%.

L'orizzonte temporale di un anno risulta coerente con quanto prevede la Formula Standard e con la periodicità degli altri elementi fondamentali dell'operatività aziendale e della solvibilità, quali il bilancio di esercizio, il *budget*, le annualità del piano industriale, i limiti di propensione al rischio<sup>142</sup>.

Tenuto conto di quanto sopra, l'impresa provvede a calcolare il proprio *Solvency Capital Requirement*. La determinazione del SCR è pertanto effettuata mediante la somma di:

- *Basic Solvency Capital Requirement* (BSCR);
- requisito di capitale relativo al rischio operativo;
- aggiustamento per la capacità di assorbimento delle perdite delle riserve tecniche (*loss-absorbing capacity of technical provisions*);
- aggiustamento per la capacità di assorbimento delle perdite delle imposte differite (*loss-absorbing capacity of deferred taxes*).

Come visto, la normativa consente alle imprese di assicurazione di beneficiare di due aggiustamenti ai sensi dell'articolo 108 della Direttiva 2009/138/CE nonché degli articoli 206 e 207 del Regolamento Delegato (UE) 2015/35.

La scelta di ricorrere ad un Modello Interno, completo o parziale, ovvero di utilizzare gli *Undertaking Specific Parameters* in luogo di alcuni parametri della

---

<sup>140</sup> Si veda Linsmeier T. J. & Pearson N. D., *Value at Risk*, Financial Analysts Journal, 56(2), 2000, pp. 47-67; Hendricks D., *Evaluation of Value-at-Risk models using historical data*, Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, 2(1), 1996, pp. 39-67

<sup>141</sup> Si veda EIOPA, *The underlying assumptions in the standard formula for the Solvency Capital Requirement calculation*, EIOPA-14-322.

<sup>142</sup> Per maggiori informazioni sulla propensione al rischio (*risk appetite*), si veda il paragrafo 3.1.2.1.1. del presente Capitolo.

Formula Standard è oggetto di preventiva approvazione da parte dell'Autorità di Vigilanza dell'impresa<sup>143</sup>.

Il Regolamento di Esecuzione (UE) 2015/460, per il Modello Interno, e il Regolamento di Esecuzione (UE) 2015/498, per gli *Undertaking Specific Parameters*, stabiliscono le modalità che l'impresa di assicurazione devono seguire al fine di presentare la domanda di autorizzazione. La domanda formale deve essere presentata in forma scritta, specificando per quali moduli e sottomoduli di rischio si chiedi l'approvazione.

#### Alcuni esempi di applicazione della Formula Standard e del Modello Interno

Di seguito sono riportate alcune motivazioni per cui il Modello Interno, con riferimento a certi moduli di rischio individuati a titolo esemplificativo, possa consentire di rappresentare in modo più adeguato il profilo di rischio dell'impresa di assicurazione rispetto alla Formula Standard.

Ad esempio, con riferimento al rischio di sottoscrizione per l'assicurazione vita, il Modello Interno può consentire di determinare la perdita massima in relazione a scenari realizzati basati sul portafoglio specifico dell'impresa di assicurazione, in funzione dell'andamento dei fattori del rischio medesimo. Invece, mediante la Formula Standard, è adottato un approccio di tipo *scenario-based*, con scenari prestabiliti e calibrati sulla situazione del mercato assicurativo europeo, non del tutto pienamente coerente con lo specifico profilo di rischio dell'impresa di assicurazione interessata.

Con riferimento al rischio di mercato, tramite il Modello Interno, l'impresa di assicurazione può utilizzare fattori di rischio più granulari, definiti in base alle caratteristiche di rischio del portafoglio degli strumenti finanziari detenuti dall'impresa stessa e non tramite approcci parametrici definiti dal Regolatore tramite la Formula Standard.

Con riferimento al rischio di credito, il Modello Interno può catturare e quantificare la perdita massima delle esposizioni dell'impresa di assicurazione per le quali è possibile recuperare internamente dettagliate informazioni storiche sul reale merito creditizio e in ordine all'effettiva rischiosità della controparte. Con la Formula Standard, invece, sono previste ponderazioni medie che non permettono di sfruttare le informazioni puntuali che contraddistinguono le controparti in esame.

Infine, con riferimento al rischio di catastrofe per l'assicurazione non vita, l'utilizzo del Modello Interno può consentire di rappresentare in maniera più

---

<sup>143</sup> I principali riferimenti normativi ai fini del presente paragrafo sono: la Direttiva 2009/138/CE, articolo 113; il Regolamento di esecuzione (UE) 2015/460; il Regolamento di esecuzione (UE) 2015/498..

granulare i rischi dell'impresa sul territorio e supportare le funzioni operative di *business* nella definizione delle caratteristiche del prodotto, più adeguate e allineate ai rischi che l'impresa di assicurazione intende coprire.

### **3.1.1.3.2. Il *Minimum Capital Requirement***

Il *Minimum Capital Requirement* (MCR) corrisponde ad un importo di fondi propri di base ammissibili al di sotto del quale i contraenti e i beneficiari sarebbero esposti ad un livello di rischio inaccettabile qualora all'impresa di assicurazione fosse consentito di continuare la propria attività<sup>144</sup>.

Il MCR corrisponde al capitale economico che un'impresa deve detenere per far fronte a un evento rovina che può verificarsi con una probabilità del 15% nell'orizzonte temporale di un anno. Il suo calcolo è quindi calibrato sul valore a rischio dei fondi propri di base dell'impresa di assicurazione o di riassicurazione con un livello di confidenza dell'85% su un periodo di un anno.

È calcolato come funzione lineare di alcune variabili (quali riserve tecniche, premi contabilizzati, capitale a rischio, imposte differite e costi amministrativi dell'impresa) e oscilla tra un minimo del 25% ed un massimo del 45% del SCR.

La Direttiva 2009/138/CE definisce anche valori di minimo assoluto differenziati per tipo di *business*, sotto i quali il MCR non può scendere e sono:

- i) 2,5 milioni di euro per le imprese di assicurazione non vita, comprese le imprese di assicurazione *captive*<sup>145</sup>;
- ii) 3,7 milioni di euro per le imprese di assicurazione vita, incluse le imprese di assicurazione *captive*;
- iii) 3,6 milioni di euro per le imprese di riassicurazione<sup>146</sup>;
- iv) la somma degli importi di cui ai punti i) e ii) per le imprese di assicurazione che esercitano entrambi i *business* (vita e non vita)<sup>147</sup>.

Il calcolo è effettuato almeno ogni tre mesi e il risultato deve essere comunicato all'Autorità di Vigilanza.

---

<sup>144</sup> I principali riferimenti normativi ai fini del presente paragrafo sono: la Direttiva 2009/138/CE, articoli da 128 a 131; il Regolamento Delegato (UE) 2015/35, articoli da 248 a 253.

<sup>145</sup> Si precisa che ai sensi dell'articolo 129, comma 1, lettera d) della Direttiva 2009/138/CE, per tale fattispecie il MCR non può essere inferiore a 3,7 milioni di euro nel caso in cui siano coperti, in tutto o in parte, i rischi compresi in uno dei rami da 10 a 15 elencati all'allegato I, parte A della citata Direttiva.

<sup>146</sup> Ad eccezione delle imprese di riassicurazione *captive*, per le quali il MCR non può essere inferiore a 1,2 milioni di euro.

<sup>147</sup> Si veda la Direttiva 2009/138/CE, articolo 73, comma 5.

### **3.1.1.3.3. Il periodo di *recovery***

Ai sensi dell'articolo 138 della Direttiva 2009/138/CE, qualora l'impresa di assicurazione rilevi che il SCR non possa più essere rispettato o quando vi sia il rischio che non sia rispettato nei successivi tre mesi, è previsto che l'impresa informi immediatamente l'Autorità di Vigilanza<sup>148</sup>.

Nel termine di due mesi dal rilevamento dell'inosservanza del SCR, l'impresa interessata deve presentare un piano di risanamento realistico ai fini dell'approvazione dello stesso da parte dell'Autorità di Vigilanza. Su indicazione della medesima, l'impresa di assicurazione interessata è tenuta ad adottare e implementare, entro il termine di sei mesi dal rilevamento dell'inosservanza, misure atte a ristabilire un livello di SCR accettabile ovvero ridurre il suo profilo di rischio al fine di garantire l'osservanza dello stesso. Il termine può essere esteso di un periodo di tre mesi qualora ritenuto opportuno da parte dell'Autorità di Vigilanza.

Il Regolatore, anche con il supporto dell'EIOPA e del European Systemic Risk Board (ESRB), in deroga alle tempistiche sopra rappresentate, ha riconosciuto l'esistenza di situazioni eccessivamente avverse che potrebbero avere significativi impatti e ripercussioni sull'intero o su di una parte consistente del mercato o delle aree di attività interessate. In tali casi è prevista l'estensione del periodo di risanamento fino a un massimo di sette anni, tenendo conto di tutti i fattori pertinenti, ivi inclusa la durata media delle riserve tecniche. Tra le situazioni riconosciute eccezionalmente avverse, ai sensi dell'articolo 138 della Direttiva 2009/138/CE, sono da considerare: i) un crollo imprevisto, brusco e drastico dei mercati finanziari, ii) la persistenza di bassi tassi di interesse e iii) un evento catastrofico di ingenti dimensioni. Di concerto con l'Autorità di Vigilanza, l'EIOPA dichiara il venir meno di una situazione eccezionalmente avversa.

Il Regolatore ha incaricato l'EIOPA di monitorare e valutare periodicamente le condizioni dell'impresa di assicurazione che si è avvalsa dell'estensione del periodo di risanamento. A tal fine, l'impresa interessata deve presentare con cadenza trimestrale una relazione concernente le misure adottate e i progressi realizzati in relazione al ripristino del livello dei fondi propri o alla riduzione del suo profilo di rischio al fine di garantire la conformità al SCR. Qualora tali misure non producano effetti migliorativi della situazione dell'impresa di assicurazione, l'estensione del periodo di risanamento può essere revocata. In casi eccezionali, l'Autorità di Vigilanza può adottare provvedimenti nei confronti dell'impresa di assicurazione atti a limitare o vietare la libera disponibilità delle attività di tale

---

<sup>148</sup> I principali riferimenti normativi ai fini del presente paragrafo sono: la Direttiva 2009/138/CE, articoli 138 e 139; il Regolamento Delegato (UE) 2015/35, articoli 288 e 289; EIOPA, *Guidelines in materia di estensione del periodo di risanamento in situazioni eccezionalmente avverse*, EIOPA-BoS-15/108 IT.

impresa, dandone altresì informativa alle Autorità di Vigilanza dello Stato membro di origine, se diverso da quello in cui si è manifestata l'irregolarità. Su richiesta dell'Autorità di Vigilanza dello Stato membro di origine che definisce le misure da adottare nei confronti dell'impresa circa la restrizione delle attività, le Autorità dello Stato membro ospitante adottano le medesime misure.

Ai sensi dell'articolo 139 della Direttiva 2009/138/CE, qualora l'impresa di assicurazione rilevi che il MCR non sia più rispettato o quando vi sia il rischio che non sia rispettato nei successivi tre mesi, è previsto che l'impresa informi immediatamente l'Autorità di Vigilanza.

Nel termine di un mese dal rilevamento dell'inosservanza del MCR, l'impresa di assicurazione interessata presenta un piano di finanziamento realistico a breve termine ai fini dell'approvazione dello stesso da parte dell'Autorità di Vigilanza. Tale piano contiene le misure che l'impresa intende adottare per riportare, entro tre mesi dal rilevamento dell'inosservanza, i fondi propri al livello del MCR ovvero per ridurre il suo profilo di rischio al fine di ripristinare le soglie regolamentari del MCR. In casi eccezionali, l'Autorità di Vigilanza può adottare provvedimenti nei confronti dell'impresa atti a limitare o vietare la libera disponibilità delle attività di tale impresa, dandone altresì informativa alle Autorità di Vigilanza dello Stato membro ospitante, se diverso da quello in cui si è manifestata l'irregolarità. Su richiesta dell'Autorità di Vigilanza dello Stato membro di origine che definisce le misure da adottare nei confronti dell'impresa circa la restrizione delle attività, le Autorità dello Stato membro ospitante adottano le medesime misure.

Una possibile situazione di non conformità con i requisiti regolamentari può sorgere, inoltre, quando il coefficiente di solvibilità dell'impresa di assicurazione non rientra nei limiti previsti dall'Autorità di Vigilanza. Per coefficiente di solvibilità o *Solvency Ratio* si intende la misura dell'equilibrio patrimoniale di un'impresa di assicurazione e consente di verificare se gli attivi a disposizione dell'impresa di assicurazione siano sufficienti a coprire il *Solvency Capital Requirement*. Infatti, il *Solvency Ratio* indica il rapporto tra i fondi propri e il SCR. Un'impresa di assicurazione è considerata sana se presenta un *Solvency Ratio* maggiore di 1. È comunque lasciata alle Autorità di Vigilanza nazionali la facoltà di richiedere requisiti più stringenti in termini di coefficienti di solvibilità.

### **3.1.2. La governance dei rischi**

I requisiti richiesti dal Pilastro 2 in materia di sistema di *governance* sono regolati dalla Direttiva 2009/138/CE all'interno di otto articoli, dal 41 al 49, riportanti il

sistema di governo che le imprese di assicurazione sono tenute ad implementare<sup>149</sup>.

I requisiti generali in materia di sistema di *governance* sono descritti nell'articolo 41 della Direttiva 2009/138/CE. Stando alla citata Direttiva, il sistema di *governance* deve essere tale da consentire una gestione prudente dell'attività e dotato sia di una struttura organizzativa trasparente e adeguatamente ripartita in termini di responsabilità sia di un sistema efficace per la trasmissione delle informazioni. Esso, oggetto di riesame periodico, deve essere proporzionato alla natura, alla portata e alla complessità delle operazioni dell'impresa.

Il rispetto di questi requisiti è garantito dall'Autorità di Vigilanza, la quale è dotata di poteri, mezzi e metodi adeguati alla verifica del sistema di *governance* adottato dall'impresa e a esigerne il miglioramento e rafforzamento.

*Figura 2.6. Elementi chiave del sistema di governance.*



Inoltre, ai sensi del nuovo regime di vigilanza prudenziale, come del resto avviene nell'ambito della normativa bancaria e finanziaria, il Regolatore accorda un ruolo decisivo alla predisposizione di misure organizzative interne, ossia le politiche scritte. Tali misure, programmando l'attività delle principali funzioni aziendali, definiscono l'assetto organizzativo interno dell'impresa. È così previsto che, per

<sup>149</sup> I principali riferimenti normativi, ove non diversamente specificato, ai fini del presente paragrafo sono: la Direttiva 2009/138/CE, articoli 41 a 49; il Regolamento Delegato (UE) 2015/35, articoli 246, da 259 a 274; EIOPA, *Guidelines sul sistema di governance*, EIOPA-BoS-14/253 IT; EIOPA, *Guidelines sulla solvibilità di gruppo*, EIOPA-BoS-14/181 IT; EIOPA, *Guidelines sulla valutazione interna del rischio e della solvibilità*, EIOPA-BoS-14/259 IT.

lo meno con riferimento al sistema di gestione dei rischi, al sistema di controllo interno, al Modello Interno, alla revisione interna e, ove rilevante, al meccanismo di esternalizzazione di funzioni o attività, il Consiglio di Amministrazione adotti politiche scritte che predeterminino il funzionamento dell'operatività aziendale, con particolare riguardo a ruoli e responsabilità degli organi e delle strutture competenti. Tali politiche devono essere riesaminate e approvate dal Consiglio di Amministrazione almeno una volta all'anno e adattate in vista di ogni qualsiasi variazione significativa del sistema o del settore interessato.

Nel seguito del paragrafo, le principali linee guida relative al sistema di *governance* dell'impresa di assicurazione sono analizzate seguendo gli elementi chiave del Pilastro 2 (Figura 2.6), ossia il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, il sistema di *governance* del Modello Interno e l'esternalizzazione. Con riferimento al sistema di qualità dei dati (*data quality*), invece, si rimanda al paragrafo 3.1.2.2. del presente Capitolo.

### **3.1.2.1. Il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi**

#### *Sistema di controllo interno*

Il sistema di controllo interno rappresenta un elemento di *governance* fondamentale in quanto è costituito dall'insieme di procedure, strutture organizzative, ruoli e responsabilità interni volti a garantire l'adeguatezza e l'effettiva funzionalità dell'impresa di assicurazione. In particolare, il sistema di controllo interno, presieduto dal Consiglio di Amministrazione, mira ad assicurare l'efficienza e l'efficacia dei processi aziendali per garantire un adeguato contenimento dei rischi sottesi al *business*, in ottica anche prospettica, a tutela dell'assicurato e della solvibilità dell'impresa di assicurazione.

Per essere attuato in maniera efficace ed efficiente, il sistema di controllo interno non può prescindere da alcuni principi di controllo. Innanzitutto, occorre provvedere alla separazione dei compiti e ruoli all'interno dell'impresa, ripartendo competenze e responsabilità tra gli organi sociali e le strutture aziendali in modo chiaro per evitare sovrapposizioni o mancanze che possano incidere sulla funzionalità interna.

Inoltre, è prevista la formalizzazione della *governance* interna, in cui l'operato degli organi amministrativi e di controllo nonché dei rispettivi delegati sia documentato al fine di consentire il controllo sugli atti gestionali e sulle decisioni assunte.

Il sistema di controllo interno deve essere altresì garantito dalla necessaria indipendenza delle strutture di controllo da quelle operative.

Per essere adeguato all'evoluzione dell'operatività aziendale e del contesto di riferimento, il sistema di controllo interno deve essere periodicamente valutato e

revisionato dalle funzioni e organi aziendali di controllo e da quelli aventi compiti di controllo.

Affinché il sistema di controllo copra efficacemente tutta l'operatività interna, gli organi sociali e le strutture di vertice dell'impresa devono promuovere la cultura dei controlli che renda, a tutti i livelli, il personale consapevole del proprio ruolo, anche con riferimento alle attività di controllo, e favorisca il coinvolgimento di tutte le strutture aziendali nel perseguimento degli obiettivi dell'impresa.

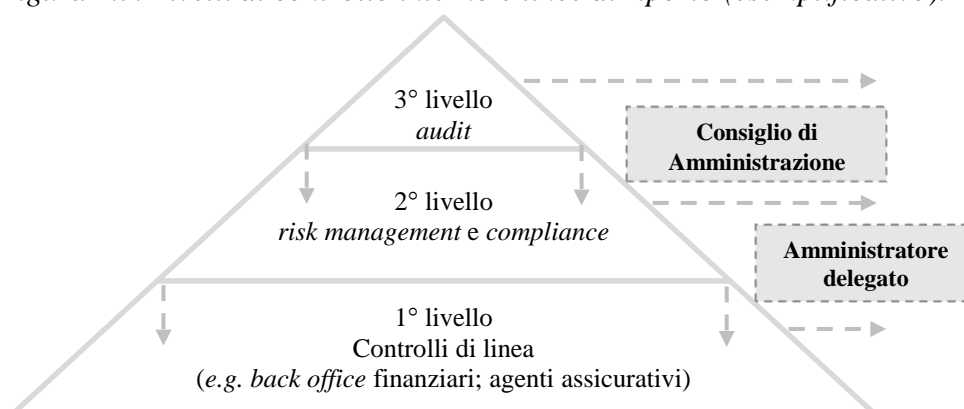
### Livelli di controllo interno

La cultura dei controlli deve essere estesa e applicata a tutti i livelli di operatività (Figura 2.7). Per le imprese operanti nell'ambito finanziario, sono presenti le cosiddette funzioni aziendali di controllo che, con ruoli e competenze differenti, svolgono verifiche di secondo e terzo livello sull'operato delle strutture operative.

Queste ultime svolgono controlli di linea, diretti ad assicurare il corretto svolgimento delle operazioni. Infatti le strutture operative sono le prime responsabili del processo di gestione dei rischi in quanto sono direttamente a contatto con il *business* e nelle relazioni con gli assicurati.

I predetti controlli di secondo livello, invece, sono affidati alla funzione *risk management* e alla funzione *compliance* che operano controlli sui rischi e sulla conformità alle norme. Tali funzioni aziendali di controllo hanno l'obiettivo di assicurare la corretta attuazione del processo di gestione dei rischi e il rispetto dei limiti di *business* assegnati alle varie strutture aziendali, nonché la conformità nel continuo di processi e procedure alla normativa esterna e interna.

Figura 2.7. Livelli di controllo interno e linee di riporto (esemplificativo).



Infine, i controlli di terzo livello sono assegnati alla funzione *audit* che svolge verifiche sulla completezza, adeguatezza e affidabilità del sistema di controllo interno, controllando altresì l'operato delle funzioni deputate ai controlli di linea e



delle funzioni aziendali di controllo di secondo livello, nonché sulla coerenza dell'operatività aziendale rispetto allo stesso.

Le funzioni aziendali di controllo e la funzione attuariale sono descritte nell'ambito del nuovo regime di vigilanza prudenziale *Solvency II* come funzioni chiave dell'impresa di assicurazione.

### Framework documentale

La documentazione necessaria a garantire la piena conformità ai requisiti del nuovo regime di solvibilità può essere classificata secondo differenti livelli gerarchici.

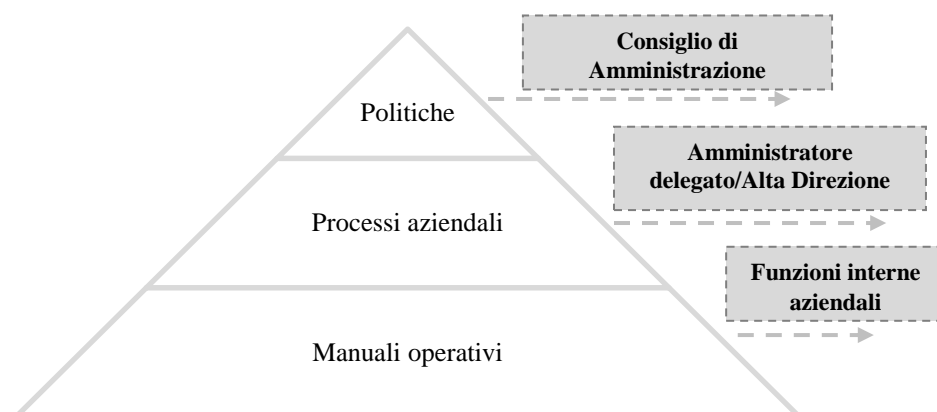
Al primo livello vi sono le politiche aziendali che possono definire gli obiettivi perseguiti dal documento, le modalità di approvazione e revisione, i riferimenti normativi, il perimetro di applicazione, la terminologia utilizzata, le linee guida da seguire, i ruoli e le responsabilità degli organi e delle funzioni aziendali, nonché i relativi flussi informativi interni ed esterni.

I processi aziendali, invece, possono descrivere processi e procedure di attuazione delle summenzionate politiche aziendali e coinvolgono l'operatività di più strutture aziendali.

Infine, i manuali operativi descrivono gli aspetti operativi nel dettaglio relativi alle mansioni di una o più funzioni aziendali.

La presenza di una gerarchia delle fonti di autoregolamentazione ha l'obiettivo di definire un diverso livello di analiticità e di dettaglio della documentazione prodotta a supporto del sistema di *governance* cui corrispondono diversi livelli di competenze deliberative (Figura 2.8).

Figura 2.8. Framework documentale e competenza deliberativa (esemplificativo).



### Sistema di gestione dei rischi

L'articolo 44, primo comma, della Direttiva 2009/138/CE recita: "Le imprese di assicurazione e di riassicurazione dispongono di un sistema efficace di gestione dei rischi, che comprende le strategie, i processi e le procedure di segnalazione necessarie per individuare, misurare, monitorare, gestire e segnalare, su base continuativa, i rischi a livello individuale ed aggregato ai quali sono o potrebbero essere esposte e le relative interdipendenze. Tale sistema di gestione dei rischi è efficace e perfettamente integrato nella struttura organizzativa e nei processi decisionali dell'impresa di assicurazione o di riassicurazione, con adeguata considerazione delle persone che dirigono effettivamente l'impresa o rivestono altre funzioni fondamentali".

Il sistema di gestione dei rischi è quindi un insieme di processi e strumenti utilizzati per comprendere la natura e misurare la significatività dei rischi derivanti dal *business* di impresa. Tale sistema si basa su un approccio olistico alla gestione dei rischi a supporto della strategia di *business*. Le disposizioni sopra richiamate sottendono l'esistenza di un processo che consenta di individuare i rischi cui l'impresa di assicurazione è esposta, di misurarli, gestirli e segnalarli ai competenti organi interni e alle Autorità di Vigilanza su base continuativa.

Il processo di gestione dei rischi può essere articolato nelle seguenti fasi:

- identificazione dei rischi;
- valutazione dei rischi, in ottica attuale e prospettica;
- monitoraggio e segnalazione dei rischi;
- mitigazione dei rischi.

Nel processo di gestione dei rischi devono inoltre essere chiaramente individuati i ruoli e le responsabilità del *management* e degli organi sociali. Parte integrante del sistema di gestione dei rischi che consente la formalizzazione delle responsabilità interne di *management* sono le citate politiche scritte che permettono di declinare principi e linee guida in materia di gestione dei rischi, in relazione sia al complessivo processo di gestione o valutazione dei rischi sia alla gestione di un singolo fattore/modulo di rischi (ad esempio rischio di credito o rischio di mercato).

Nel prosieguo si analizzeranno le diverse fasi del processo. Occorre tuttavia prima introdurre l'elemento fondamentale su cui si basa la gestione del rischio, ossia il *risk appetite*, vale a dire la propensione al rischio definita dal Consiglio di Amministrazione in relazione al *business* condotto dall'impresa di assicurazione.

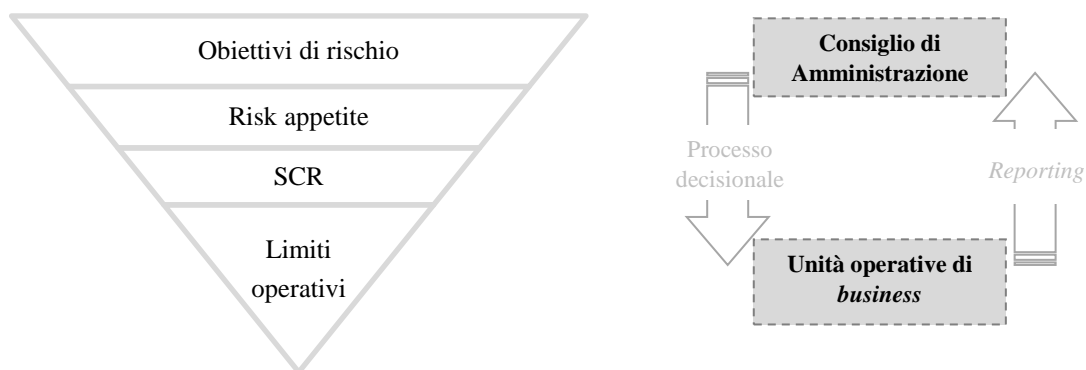
Il cosiddetto *risk appetite* rappresenta la propensione al rischio dell'impresa di assicurazione, intesa come profilo di rischio prospettico perseguito in relazione

all'evoluzione attesa del proprio *business*. Il *risk appetite* deve rappresentare il massimo livello di rischio tollerabile per il raggiungimento degli obiettivi di ritorno pianificati. Dal punto di vista di accantonamento di capitale, il *risk appetite* rappresenta l'ammontare massimo di capitale che un'impresa di assicurazione è disposta a mettere impiegare per la copertura dei rischi a fronte di un determinato rendimento atteso<sup>150</sup>.

La corretta formalizzazione del *risk appetite* ha diversi impatti sulla gestione dell'impresa di assicurazione. In particolare:

- consente di creare un rapporto con tutti gli *stakeholder*, contemperando le loro esigenze e aspettative in termini di gestione dei rischi;
- supporta il processo decisionale strategico e di allocazione del capitale con l'obiettivo di gestire i rischi (non di eliminarli) in modo da assicurare una crescita sostenibile e di lungo periodo;
- guida il processo di definizione dei limiti operativi di rischio alle diverse aree di *business* affinché non sia superata una perdita massima definita su un determinato fattore di rischio. In tal senso, il *risk appetite* indirizza la declinazione degli obiettivi strategici tra le diverse aree di *business* durante la definizione del piano industriale e del *budget*.

*Figura 2.9. Processo di declinazione del risk appetite in limiti operativi di rischio (esemplificativo).*



*Fonte: CROFI, Il processo di definizione e gestione del risk appetite nelle assicurazioni italiane, 2008, p. 9.*

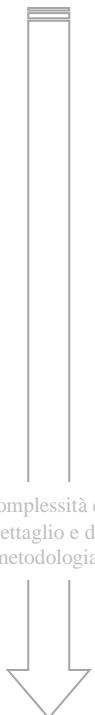
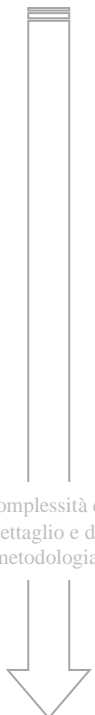
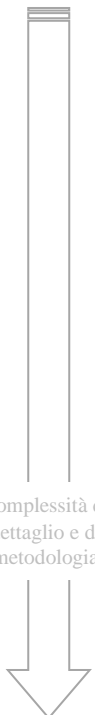
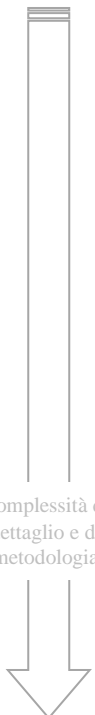
Al fine di essere effettivamente integrato nei processi decisionali dell'impresa di assicurazione, la definizione e il monitoraggio del *risk appetite* devono poter trovare un punto di raccordo con il processo di allocazione del capitale e di

<sup>150</sup> CROFI, *Il processo di definizione e gestione del risk appetite nelle assicurazioni italiane*, 2008, p. 11

determinazione del *budget*, fino alla definizione dei specifici limiti operativi di rischio e all'indirizzo delle singole decisioni operative (Figura 2.9).

Il *risk appetite* può essere fissato come un'unica misura (*target*) o come un intervallo di valori possibili (*range*). La definizione del *risk appetite* può assumere varie forme e diversi livelli di complessità tenendo conto del principio di proporzionalità alle dimensioni e alla complessità dell'impresa di assicurazione, in funzione delle tipologie di *business* nonché degli obiettivi di medio-lungo periodo. Di seguito viene illustrata a titolo di esempio la possibile evoluzione delle metriche di *risk appetite* in relazione a una crescente complessità di dettaglio e di metodologia (Tabella 2.3).

*Tabella 2.3. Metriche di risk appetite in relazione al livello di complessità (esemplificativo).*

Definizione base:	
- Solvency Ratio.	
Definizione con elementi quantitativi:	
- SCR e probabilità di <i>default</i> ;	
- <i>mix</i> per tipologia di rischio;	
- volatilità dei profitti, <i>etc.</i>	
Definizione integrando con gli elementi qualitativi:	
- <i>rating target</i> per l'impresa;	
- <i>rating</i> della controparte;	
- lista dei Paesi in cui investire;	
- garanzie coperture verso clienti;	
- <i>brand protection</i> ;	
- rapporto <i>asset</i> liquidati su <i>asset</i> totali, <i>etc.</i>	
Definizione rischio-rendimento:	
- rendimento atteso a fronte del capitale allocato per i rischi, <i>etc.</i>	
Definizione pluriennale:	
- <i>risk appetite</i> di medio-lungo periodo che tenga conto dell'evoluzione attesa del profilo di rischio-rendimento e di <i>business</i> dell'impresa di assicurazione;	
- <i>embedded value</i> attuale e <i>target</i> .	

*Fonte: CROFI, Il processo di definizione e gestione del risk appetite nelle assicurazioni italiane, 2008, p. 12.*

Con riguardo agli elementi qualitativi, in genere sono considerati indicatori che non rientrano in valutazioni quantitative e che talvolta devono essere adeguatamente gestiti dall'impresa di assicurazione. Si fa riferimento in particolare al rischio di non conformità alla normativa, legato principalmente al rischio di incorrere in sanzioni da parte dell'Autorità di Vigilanza, con ripercussioni anche di natura reputazionale, ai rischi emergenti, ai rischi derivanti dalla detenzione di titoli governativi.

Come illustrato schematicamente, a fronte di una complessità crescente data dall'utilizzo di elementi quantitativi e qualitativi, da un approccio che tenga conto del rapporto tra il rischio assunto e il rendimento atteso, dall'integrazione del *risk appetite* nelle logiche del piano industriale e di *budget*, è possibile garantire una stima più granulare e adeguata della solvibilità dell'impresa di assicurazione rispetto alle proprie specificità di *business*.

In presenza di gruppi e non di singole imprese di assicurazione, tale processo deve essere condotto dapprima per la determinazione del *risk appetite* a livello consolidato per declinarlo successivamente e articolarlo sulle principali entità del gruppo e unità di *business*.

Il *risk appetite* si inserisce all'interno del cosiddetto *risk appetite framework* che è a sua volta definito in stretta coerenza con il piano industriale, il *budget*, l'organizzazione aziendale, il sistema di controllo interno. Nell'ambito del *risk appetite framework* sono definite le componenti che consentono la gestione dell'impresa sia in condizioni di equilibrio sia in condizioni di *stress*. Nello specifico, queste sono la *risk capacity*, la *risk tolerance*, i *risk limit* (limiti operativi di rischio), il *risk profile* (Figura 2.10).

Per *risk capacity* si intende il massimo rischio assumibile, ossia il livello massimo di rischio che un'impresa di assicurazione è in grado di assumere senza violare i requisiti regolamentari o gli altri vincoli imposti dagli azionisti o dall'Autorità di Vigilanza.

Per *risk tolerance*, invece, si intende la soglia di tolleranza data dalla devianza massima consentita dal *risk appetite*. Tale soglia è fissata in modo da assicurare che l'impresa di assicurazione mantenga margini sufficienti per operare, anche in condizioni di *stress*, entro il massimo rischio assumibile. Nel caso in cui l'impresa non assuma ulteriore rischio rispetto agli obiettivi di rischio fissati (*risk appetite*), ferme le soglie di tolleranza, deve porre in essere azioni gestionali per ripristinare il livello di rischio desiderato.

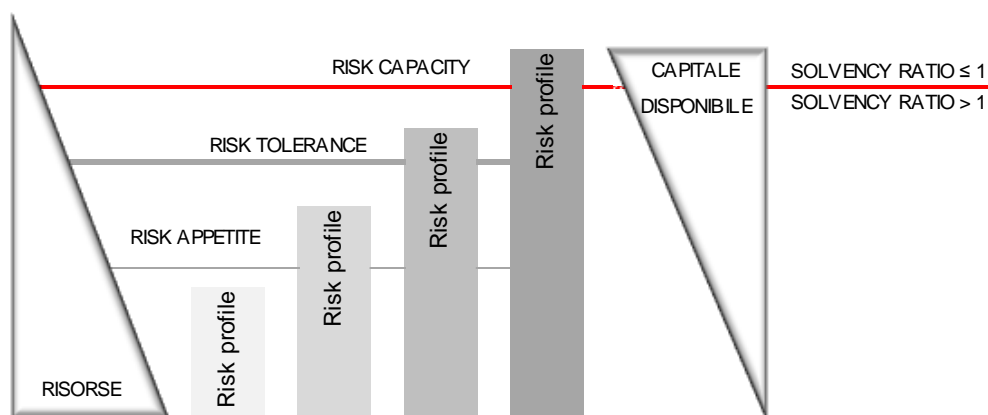
Per *risk profile* si intende il rischio effettivo, ossia il rischio effettivamente assunto in un determinato istante temporale e può essere influenzato dalla qualità e dai volumi del *business* sottoscritto dall'impresa di assicurazione e dalle condizioni di mercato.

Per limite operativo di rischio si intende l'articolazione degli obiettivi di rischio in limiti operativi assegnati alle varie unità di *business*, o per tipologia di rischio, o ancora per linee di prodotto o caratteristiche dei clienti<sup>151</sup>.

---

<sup>151</sup> Sulle componenti del *risk appetite framework*, si veda in particolare la Circolare di Banca d'Italia n. 285/2013 "Disposizioni di vigilanza per le banche", Parte I, Titolo IV, Capitolo 3, Sezione I.

Figura 2.10. Risk appetite framework



Il Consiglio di Amministrazione determina, sulla base delle valutazioni attuali e prospettiche dei rischi, il *risk appetite* dell'impresa di assicurazione in coerenza con l'obiettivo di salvaguardia del patrimonio della stessa, fissando in modo coerente i livelli di tolleranza al rischio che rivede almeno una volta l'anno, al fine di assicurarne l'efficacia nel tempo.

L'attività di definizione delle componenti del *risk appetite framework* deve essere dinamica nel tempo in quanto volta a riflettere gli obiettivi di gestione dei rischi correlati agli obiettivi del piano strategico. Infatti, il processo di determinazione del *risk appetite* è strettamente collegato al processo di definizione del piano industriale e del *budget* annuale, che si basa su un'attività di costante allineamento tra l'evoluzione temporale delle variabili economico-patrimoniale del *business* e gli obiettivi di gestione dei rischi.

### 3.1.2.1.1. Il processo di gestione dei rischi

Come sopra accennato, il processo di gestione dei rischi consente di identificare i rischi, valutarli, monitorarli e segnalarli, nonché di identificare azioni di mitigazione degli stessi affinché siano riportati entro gli obiettivi di rischio definiti.

#### Identificazione dei rischi

L'attività di identificazione dei rischi è finalizzata a individuare i rischi significativi per l'impresa di assicurazione. Sono ritenuti significativi quei rischi la cui mancata gestione può avere effetti negativi sulla solvibilità dell'impresa, sulla sua reputazione, a svantaggio degli *stakeholder*, e comunque costituire un ostacolo al raggiungimento degli obiettivi strategici.

L'individuazione e il costante aggiornamento sono alla base di un'attività di monitoraggio e valutazione incentrata sull'evoluzione dell'operatività aziendale, del quadro normativo di riferimento, del *business* aziendale. Infatti, con una certa

periodicità, occorre verificare che i rischi individuati siano effettivamente significativi per l'impresa e che quindi rappresentino il profilo di rischio aziendale.

#### Valutazione attuale e prospettica dei rischi

L'impresa di assicurazione deve valutare periodicamente i rischi significativi a cui l'attività di impresa è esposta in un'ottica attuale e prospettica, il cosiddetto *Own Risk Solvency Assessment* (ORSA)<sup>152</sup>, documentando le metodologie utilizzate e i relativi risultati. Le linee guida per la valutazione attuale e prospettica dei rischi sono formalizzate in una politica scritta, portata all'approvazione del Consiglio di Amministrazione, che fornisce una descrizione dei processi, delle procedure e metodologie approntate per effettuare la valutazione dei rischi. Le *Guidelines* di EIOPA sulla valutazione interna del rischio e della solvibilità definiscono nel dettaglio i contenuti minimi della summenzionata politica. In particolare, la politica ha l'obiettivo di formalizzare le modalità e la frequenza con cui vengono eseguite le prove di *stress*, la frequenza della valutazione e il fondamento della sua adeguatezza, tenendo anche conto del profilo di rischio dell'impresa di assicurazione e della volatilità del suo fabbisogno di solvibilità globale rispetto alla sua situazione patrimoniale.

#### Monitoraggio e segnalazione dei rischi

Al fine di garantire un tempestivo e continuo monitoraggio sull'evoluzione del *risk profile* e il rispetto degli obiettivi di *risk appetite* definiti, l'impresa di assicurazione implementa un sistema di segnalazione/*reporting* che consenta a tutti i livelli operativi e di *management* di avere una completa, tempestiva ed efficace informativa sull'evoluzione dei rischi di propria competenza.

Il nuovo regime di vigilanza prudenziale ha incentrato il Pilastro 3 sull'informativa verso l'esterno, ossia verso l'Autorità di Vigilanza e verso il mercato<sup>153</sup>. Tale sistema di *reporting* verso l'esterno presuppone un chiaro e formalizzato sistema di *reporting* interno, ossia diretto alle strutture dell'impresa e volto a orientare le scelte strategiche e di *business*, verificando la tenuta nel tempo. In particolare, il processo di segnalazione interna consente, ai diversi livelli di responsabilità aziendale, di avere consapevolezza del *risk profile* dell'impresa e delle eventuali violazioni del *risk appetite* o dei limiti operativi di rischio, nonché della necessità di conseguenti azioni di mitigazione. Il *reporting* interno può riguardare altresì l'indice di solvibilità o *Solvency Ratio* in un determinato momento e la sua evoluzione temporale.

---

<sup>152</sup> Per maggiori dettagli sull'ORSA, si veda il paragrafo 3.1.2.3. del presente Capitolo.

<sup>153</sup> Per maggiori dettagli sul sistema di segnalazione del Pilastro 3, si veda il paragrafo 3.2. del presente Capitolo.

### Mitigazione dei rischi

Qualora dal processo di monitoraggio dei rischi emerga la necessità di mitigare i livelli di rischio presenti o prospettici in quanto non in linea con gli obiettivi di rischio – ad esempio, in caso in cui il *risk profile* dell'impresa di assicurazione si trovi nell'ambito della *risk tolerance* a seguito del superamento del *risk appetite* – possono essere intraprese misure di attenuazione del profilo di rischio.

Al superamento delle diverse soglie di tolleranza (*risk appetite*, *risk tolerance*, *risk capacity*) può essere previsto un coinvolgimento degli organi sociali, proporzionale alla gravità della situazione, al fine di adottare le misure di mitigazione più adeguate per l'impresa.

A titolo esemplificativo, le imprese di assicurazione possono fare ricorso a:

- operazioni finanziarie di copertura: tali azioni possono prendere la forma di operazioni di *hedging* sul mercato mediante strumenti finanziari derivati;
- riassicurazione: consente di trasferire parte del rischio di sottoscrizione all'esterno dell'impresa di assicurazione;
- garanzie a fronte dei rischi di credito: prevedendo, ad esempio, la costituzione di depositi a garanzia della copertura dei rischi ceduti ai riassicuratori;
- misure di gestione del portafoglio: da applicare in seguito al verificarsi di determinati eventi, come ad esempio la ricomposizione della struttura degli attivi e/o passivi in gestione;
- piani di emergenza: manovre eccezionali in grado di evidenziare con tempestività la mitigazione di rischi straordinari, ad esempio determinati da eventi catastrofali, che possono compromettere l'obiettivo della salvaguardia del patrimonio, anche in un'ottica di medio-lungo periodo o danneggiare la situazione patrimoniale ed economica dell'impresa di assicurazione.

#### **3.1.2.1.2. Il sistema di governance del Modello Interno**

Come meglio rappresentato nell'ambito del Pilastro 1<sup>154</sup>, il SCR può essere calcolato tramite l'utilizzo di differenti metodologie di calcolo, tra cui la Formula Standard o l'utilizzo di un Modello Interno, completo o parziale. Ai sensi della normativa in materia, ai fini dell'ottenimento dell'autorizzazione all'uso di un

---

<sup>154</sup> Per maggiori dettagli sui requisiti di capitale e sulle relative metodologie di calcolo, si rimanda al paragrafo 3.1.1.3.1. del presente Capitolo.

Inoltre, i principali riferimenti normativi ai fini del presente paragrafo sono: la Direttiva 2009/138/CE, articolo 115; il Regolamento Delegato (UE) 2015/35, articoli 224, 226, 244; il Regolamento di esecuzione (UE) 2015/460: articoli 1, 2, 5, 8; EIOPA, *Guidelines sull'uso dei modelli interni*, EIOPA-BoS-14/180 IT, Orientamenti 6, 7, 8, 9, 32.



Modello Interno, le imprese di assicurazione devono rispettare i requisiti previsti dalla Direttiva 2009/138/CE. La procedura da seguire per l'approvazione di un Modello Interno e delle modifiche rilevanti allo stesso prevede una comunicazione continuativa tra l'Autorità di Vigilanza e l'impresa. È opportuno che la comunicazione inizi prima della presentazione della domanda formale all'Autorità e che continui dopo l'approvazione del Modello Interno.

Tra i requisiti previsti dal Regolamento di esecuzione (UE) n. 2015/460 per l'ottenimento dell'approvazione all'uso del Modello Interno rientra la spiegazione di come il Modello Interno sia stato adeguatamente ed efficacemente integrato nel sistema di gestione dei rischi, del ruolo che il Modello Interno svolge nel sistema di *governance* e di come il Modello Interno consenta all'impresa di assicurazione di individuare, misurare, monitorare, gestire e segnalare i rischi su base continuativa.

Le *Guidelines* di EIOPA sull'uso dei modelli interni prevedono che l'impresa di assicurazione predisponga anche politica di convalida del Modello Interno. La politica di convalida del Modello Interno ha l'obiettivo di definire il processo di validazione con cui si assicura che il disegno e il funzionamento del Modello Interno rispondano ai requisiti stabiliti dalla normativa e siano adeguati a descrivere il profilo di rischio dell'impresa.

In conformità agli *standard* di convalida disciplinati dall'articolo 124 della Direttiva 2009/138/CE, il processo di validazione comprende tutti gli elementi che incidono sul funzionamento del Modello Interno, al fine di verificarne la costante adeguatezza a calcolare il SCR. I cicli di validazione sono periodici e occasionali, per specifiche necessità. Si procede alla validazione anche prima dell'autorizzazione da parte dell'Autorità di vigilanza all'utilizzo del Modello interno e in fase di prima adozione.

Gli esiti del processo di convalida sono portati all'attenzione del Consiglio di Amministrazione e rappresentano uno strumento finalizzato a fornire evidenza del livello di conformità ai requisiti di *Solvency II* degli elementi del Modello Interno. Rappresenta quindi per il Consiglio di Amministrazione uno strumento di supporto nella gestione delle proprie responsabilità di supervisore del Modello Interno, nonché a prendere atto di eventuali carenze del medesimo a cui porvi rimedio. Gli esiti del processo di validazione sono richiesti dall'Autorità di Vigilanza per supportare la domanda di approvazione del Modello Interno.

Tenendo conto delle previsioni del Regolamento di esecuzione (UE) 2015/460, specialmente in termini di prove documentali, di cui all'articolo 4, nonché delle *Guidelines* di EIOPA sull'uso dei modelli interni, le imprese di assicurazione che decidano di adottare un Modello Interno per il calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità, devono tenere conto dei seguenti fattori:

- il funzionamento del Modello Interno, la metodologia e le ipotesi sottostanti devono essere chiaramente comprese dal Consiglio di Amministrazione, dall'Autorità di Vigilanza e dagli altri soggetti/enti interessati. È necessario quindi che tali elementi siano tracciati e documentati;
- il Modello Interno deve fornire risultati che rappresentino il reale profilo di rischio dell'impresa e il SCR;
- le diverse componenti del Modello Interno devono essere coerenti con il disegno complessivo dello stesso, pur nel rispetto delle specificità di ogni singolo fattore di rischio;
- i risultati derivanti dall'applicazione del Modello Interno devono essere affidabili e supportare i processi decisionali strategici e operativi dell'impresa di assicurazione;
- l'infrastruttura tecnologica a supporto del buon funzionamento del Modello Interno deve essere stabile, sicura e robusta in modo da consentire la correttezza delle elaborazioni nonché la tracciabilità delle elaborazioni effettuate nel passato;
- le caratteristiche del Modello Interno devono essere garantite nel rispetto del principio di proporzionalità in base alle dimensioni e al profilo di rischio dell'impresa di assicurazione.

Il processo di *governance* del Modello Interno deve essere strutturato in modo da garantire, in ogni fase dello stesso, il rispetto dei principi sopra definiti.

Come sopra rappresentato, il Modello deve superare la fase di convalida che ha come principale finalità quella di fornire un giudizio indipendente circa l'adeguatezza del Modello stesso a rappresentare il profilo di rischio dell'impresa, in conformità con i requisiti dettati dalla normativa *Solvency II*. Il Modello Interno è quindi presentato ad approvazione interna, da parte del Consiglio di Amministrazione, in qualità di ultimo responsabile della bontà del Modello, e ad approvazione esterna, da parte dell'Autorità di Vigilanza.

Infine, il Modello Interno è soggetto a un processo di revisione al fine di assicurare che lo stesso rappresenti adeguatamente il profilo di rischio dell'impresa nel tempo.

Dalla fase di revisione può scaturire l'avvio di un processo di modifica del Modello, in linea con quanto definito nella relativa politica.

Come è previsto dal Regolamento di esecuzione (UE) 2015/460, tra le prove documentali che l'impresa deve trasmettere all'Autorità di Vigilanza, contestualmente alla domanda di approvazione dell'uso del Modello Interno,

rientra la politica di modifica del Modello Interno di cui all'articolo 115 della Direttiva 2009/138/CE.

Nelle *Guidelines* sull'uso dei modelli interni, EIOPA stabilisce i contenuti minimi della politica di modifica del Modello Interno. In particolare, nel definire la politica, l'impresa di assicurazione deve tenere conto di tutte le fonti di modifica suscettibili di incidere sul SCR, come ad esempio modifiche: i) nel sistema di *governance* dell'impresa di assicurazione, ii) nella conformità dell'impresa ai requisiti per l'uso del Modello Interno, iii) nell'adeguatezza di specifiche tecniche del Modello Interno, iv) nel profilo di rischio dell'impresa.

Nell'ambito della politica, inoltre, l'impresa di assicurazione deve stabilire i criteri di individuazione di una modifica rilevante, intesa come quella modifica che ha impatti rilevanti sul calcolo del SCR e per la cui implementazione è necessaria l'approvazione da parte dell'Autorità di Vigilanza, e non rilevante, nonché i ruoli e le responsabilità nel processo di modifica, fra cui l'approvazione interna, la tracciabilità documentale, la validazione. Le motivazioni della modifica del Modello Interno possono essere di varia natura ed è previsto che l'impresa di assicurazione instauri un processo strutturato per la classificazione e la gestione di ciascuna di esse.

Con la finalità di dotare tale processo di criteri oggettivi di valutazione, l'impresa deve definire delle linee guida per la determinazione delle tipologie di cambiamento al Modello Interno.

### **3.1.2.1.3. L'esternalizzazione**

Nell'ambito del sistema di *governance* interno, tra i requisiti previsti ai sensi dell'articolo 49 della Direttiva 2009/138/CE, sono definiti vincoli in materia di esternalizzazione al fine di presidiare e gestire i rischi anche quando questi derivino da attività che, sebbene tipiche dell'attività assicurative, l'impresa decide di svolgere avvalendosi di soggetti esterni<sup>155</sup>.

Il nuovo regime di vigilanza prudenziale stabilisce principi e criteri per l'esternalizzazione e prevede l'adozione di una politica scritta in materia. Attraverso il ricorso all'esternalizzazione, le imprese di assicurazione non possono comunque:

- minare la qualità del sistema di *governance* dell'impresa stessa;
- pregiudicare la capacità delle Autorità di Vigilanza di controllare che l'impresa adempia a tutti i propri obblighi;

---

<sup>155</sup> I principali riferimenti normativi ai fini del presente paragrafo sono: la Direttiva 2009/138/CE, articoli 38 e 49; il Regolamento Delegato (UE) 2015/35, articolo 274; EIOPA, *Guidelines sul sistema di governance*, EIOPA-BoS-14/253 IT, Orientamenti n. 60, 61, 62, 63 e 64.

- incrementare indebitamente il rischio operativo;
- mettere a repentaglio la prestazione di un servizio continuo e soddisfacente ai contraenti dei prodotti assicurativi.

#### **3.1.2.1.4. I soggetti e gli organi che amministrano l'impresa o che svolgono funzioni chiave**

Nell'ambito del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, il nuovo regime di vigilanza prudenziale prevede che le persone che dirigono effettivamente l'impresa o che rivestono altre funzioni fondamentali rispondano a requisiti di idoneità alla carica, di professionalità e onorabilità<sup>156</sup>.

In particolare, sono previsti requisiti di professionalità legati al possesso di adeguate qualifiche, esperienze e conoscenze nell'ambito del settore finanziario e assicurativo al fine di tutelare la sana e prudente gestione dell'impresa. Le imprese devono garantire che i requisiti di idoneità alla carica siano costantemente rispettati e sono assoggettate all'obbligo di notifica all'Autorità di Vigilanza in relazione a qualsiasi modifica relativa all'identità dei predetti soggetti, unitamente a tutte le informazioni necessarie per valutare se eventuali nuove persone designate per dirigere l'impresa soddisfino detti requisiti.

In linea con le *Guidelines* sul sistema di *governance* di EIOPA, con riferimento ai requisiti di professionalità, l'impresa di assicurazione deve effettuare una valutazione complessiva dei requisiti detenuti dalle singole persone in modo da assicurare un'appropriata diversificazione delle qualifiche, conoscenze ed esperienze rilevanti, affinché l'impresa sia diretta e controllata in modo professionale. Come riportato nelle citate *Guidelines*, il Consiglio di Amministrazione è tenuto a possedere collettivamente adeguate qualifiche, esperienze e conoscenze quanto meno in materia di:

- mercati assicurativi e finanziari;
- strategie commerciali e modelli d'impresa;
- sistema di *governance*;
- analisi finanziaria e attuariale;
- contesto e *framework* normativo.

Con riferimento invece ai requisiti di onorabilità, la Direttiva 2009/138/CE all'articolo 43 evidenzia quali siano le prove di onorabilità, in particolare nei rapporti tra soggetti appartenenti a diversi Stati membri o Stati terzi; al contempo,

---

<sup>156</sup> I principali riferimenti normativi ai fini del presente paragrafo sono: la Direttiva 2009/138/CE, articoli. 42 e 257; il Regolamento Delegato (UE) 2015/35, articolo 273; EIOPA, *Guidelines sul sistema di governance*, EIOPA-BoS-14/253, Orientamenti n. 11, 12, 13 e 16.

le *Guidelines* di EIOPA focalizzano l'attenzione sulla scadenza del termine di prescrizione di un reato penale o di qualsiasi altro reato pertinente.

Nell'ambito del *framework* documentale previsto da *Solvency II* delle politiche scritte sottoposte all'attenzione del Consiglio di Amministrazione rientra anche la politica in materia di requisiti di professionalità e onorabilità, che più in generale si può rappresentare come la politica dei requisiti di idoneità alla carica. Tale politica riporta le linee guida che il Consiglio di Amministrazione assume per valutare la posizione di ciascuno dei suoi componenti e degli altri soggetti che effettivamente dirigono l'impresa, nonché delle persone che svolgono funzioni chiave e, nel caso queste ultime siano oggetto di esternalizzazione, del referente per il controllo al fine di attestare il possesso o meno da parte degli stessi dei requisiti previsti dalla normativa tempo per tempo vigente con riferimento alla onorabilità, professionalità e indipendenza, nonché alla insussistenza di situazioni impeditive, di cause di sospensione e di situazioni di incompatibilità. La politica deve pertanto comprendere almeno linee guida per<sup>157</sup>:

- l'individuazione delle posizioni per le quali è richiesta una notifica e per la notifica all'Autorità di Vigilanza;
- la valutazione della professionalità e dell'onorabilità, sia al momento di vagliare la loro idoneità a ricoprire una posizione specifica sia nel continuo;
- l'individuazione delle situazioni che comportano una nuova valutazione dei requisiti di professionalità e onorabilità;
- la valutazione delle qualifiche, delle conoscenze, delle competenze e dell'integrità di altri collaboratori rilevanti non soggetti ai requisiti dell'articolo 42 della Direttiva 2009/138/CE, sia al momento di vagliarne l'idoneità a ricoprire una posizione specifica sia nel continuo.

I requisiti di idoneità alla carica sono verificati anche in capo ai soggetti responsabili del controllo sull'attività o funzione fondamentale esternalizzata. Tale persona deve possedere i medesimi requisiti alla carica previsti per il responsabile della funzione o attività esternalizzata.

Come visto, quali funzioni chiave, la Direttiva 2009/138/CE individua le cosiddette funzioni aziendali di controllo, ossia le funzioni *audit*, *risk management* e *compliance*, e la funzione attuariale, preposta al coordinamento del calcolo delle riserve tecniche. I responsabili delle funzioni chiave sono nominati dal Consiglio di Amministrazione fra soggetti in possesso dei medesimi requisiti di onorabilità previsti per i membri del Consiglio di Amministrazione stesso, e di

---

<sup>157</sup> Si veda il Regolamento ISVAP 20/2008 recante disposizioni in materia di controlli interni, gestione dei rischi, *compliance* ed esternalizzazione delle attività delle imprese di assicurazione, Allegato 1.

adeguata professionalità, ossia che abbiano svolto attività di direzione nel settore amministrativo/contabile o finanziario o del controllo di gestione o di *audit, risk management* o *compliance* di imprese di equivalente dimensioni e *business* rispetto all'impresa di assicurazione. I responsabili delle funzioni chiave, al fine garantire l'autonomia della propria struttura dalle funzioni operative, devono essere in possesso di adeguati requisiti di indipendenza. Il Consiglio di Amministrazione è chiamato a verificare il possesso dei requisiti di idoneità alla carica da parte di ciascuno dei responsabili all'atto della loro nomina e nel continuo.

### **3.1.2.2. Il sistema di qualità dei dati**

Nell'ambito di *Solvency II*, il sistema di qualità dei dati (*data quality*) può essere definito come l'insieme di processi e procedure che consentono di garantire la qualità dei dati e delle informazioni utilizzati per la determinazione degli elementi fondanti l'impresa di assicurazione, quali le riserve tecniche, i fondi propri, il SCR<sup>158</sup>. Il dato descrive una caratteristica della realtà e può essere archiviato su un supporto informatico per le successive elaborazioni. L'informazione, invece, rappresenta l'interpretazione logica e razionale del dato o di un insieme dei dati, che determina una variazione del patrimonio conoscitivo. L'elaborazione dei dati consente di produrre le informazioni alla base dei processi aziendali.

Ai sensi degli articoli 82 e 121 della Direttiva 2009/138/CE, le imprese di assicurazione sono tenute a garantire la completezza, l'accuratezza e l'appropriatezza dei dati utilizzati nel calcolo delle riserve tecniche e per il calcolo del requisito patrimoniale.

In particolare, i dati sono considerati completi solo se sono soddisfatte tutte le seguenti condizioni:

- includono informazioni storiche sufficienti per valutare le caratteristiche dei rischi sottostanti e per individuare le tendenze dei rischi;
- sono disponibili per ciascuno dei gruppi di rischi omogenei pertinenti utilizzati nel calcolo delle riserve tecniche.

I dati sono considerati accurati solo se sono soddisfatte tutte le seguenti condizioni:

- sono privi di errori materiali;
- i periodi diversi utilizzati per la stessa stima sono coerenti;

---

<sup>158</sup> I principali riferimenti normativi ai fini del presente paragrafo sono: la Direttiva 2009/138/CE, articoli 82 e 121; il Regolamento Delegato (UE) 2015/35, articoli da 19 a 21, 209 e da 228 a 231; EIOPA, *Guidelines sul sistema di governance*, EIOPA-BoS-14/253, Orientamenti 48, 49 e 53; CEIOPS, *Advice for level 2 implementing measures on Solvency II: technical provisions – article 86 f. Standards for data quality*, CEIOPS-DOC-37/09.

- sono registrati in modo tempestivo e coerente nel tempo.

I dati sono considerati infine appropriati solo se sono soddisfatte tutte le seguenti condizioni:

- sono coerenti con le finalità per le quali saranno utilizzati;
- il cui importo e natura garantiscono che le stime fatte nel calcolo delle riserve tecniche, sulla base degli stessi, non contengano un errore di stima materiale<sup>159</sup>;
- sono coerenti con le ipotesi sottese alle tecniche attuariali e statistiche loro applicate nel calcolo delle riserve tecniche;
- riflettono adeguatamente i rischi ai quali l'impresa di assicurazione è esposta in relazione alle sue obbligazioni;
- sono stati raccolti, elaborati e applicati in modo trasparente e strutturato, sulla base di una procedura documentata di *data quality*.

Tali principi di qualità possono essere ulteriormente declinati dal Regolatore nazionale con un maggiore grado di dettaglio purché risultino coerenti con quelli del Regolatore europeo. A tale riguardo, a titolo esemplificativo, di seguito si fornisce una rappresentazione di come sono stati recepiti i principi di *data quality* nella regolamentazione assicurativa italiana (Figura 2.11)<sup>160</sup>.

Figura 2.11. Principi di data quality.



<sup>159</sup> Ai sensi dell'articolo 19 del Regolamento Delegato (UE) 2105/35, un errore di stima nel calcolo delle riserve tecniche è considerato materiale se potrebbe influenzare le decisioni o il giudizio degli utenti del risultato del calcolo, ivi comprese le Autorità di Vigilanza.

<sup>160</sup> Si veda il Regolamento IVASS 20/2008 recante disposizioni in materia di controlli interni, gestione dei rischi, *compliance* ed esternalizzazione delle attività delle imprese di assicurazione, articolo 12.

Ai sensi dell'articolo 258 del Regolamento Delegato (UE) 2015/35, inoltre, nell'ambito delle responsabilità in materia di *governance*, le imprese di assicurazione devono rispettare principi di sicurezza delle informazioni che sono funzionali alla qualità delle medesime. In particolare, le imprese devono garantire: i) l'integrità delle informazioni, ossia assicurare che soggetti non autorizzati non abbiano la facoltà di alterare o distruggere le medesime, ii) la riservatezza delle informazioni, ossia la disponibilità delle stesse solo a soggetti autorizzati, iii) la disponibilità delle informazioni, ossia la fruibilità delle medesime entro i tempi previsti e la possibilità di utilizzarle.

#### Processo di gestione della data quality

Ai sensi del DOC-37/09 del CEIOPS<sup>161</sup>, la gestione della *data quality* rappresenta un processo continuo aziendale che dovrebbe tenere conto delle seguenti attività procedurali: la definizione dei dati, *assessment* della qualità dei dati, la soluzione di criticità individuate come *material* e il monitoraggio continuo dell'effettiva qualità del dato. Le prime tre prevedono attività di analisi e sviluppo, mentre l'ultima prevede attività di gestione e di miglioramento del sistema di *data quality* nel suo complesso.

La definizione dei dati comprende l'identificazione del bisogno dell'impresa di assicurazione e una dettagliata descrizione di tutti i temi che dovrebbero essere tenuti in considerazione in relazione a quel bisogno e le eventuali relazioni tra gli stessi. Quando si elabora un'analisi previsionale, questa attività rappresenta il punto di partenza delle estrazioni *Information Technology* (IT) e di eventuali calcoli. In caso di una inaccurata descrizione dei dati, l'interpretazione degli stessi potrebbe non essere sufficientemente focalizzata e quindi trarre in errore. In questa fase si verificano inoltre i requisiti richiesti dai fruitori dei dati in termini, ad esempio, di profondità storica, granularità e necessità di riproducibilità dell'informazione.

L'*assessment* della qualità dei dati implica una verifica delle caratteristiche che i dati devono possedere al fine di produrre stime attendibili delle informazioni. In particolare, in questa fase si valutano eventuali scostamenti rispetto ai requisiti definiti dai fruitori e i dati realmente disponibili, verificando quindi l'appropriatezza, la completezza e l'accuratezza dei dati a disposizione, definendo e documentando opportunamente le procedure e i controlli in essere. L'*assessment* riguarda anche i dati e le informazioni acquisiti presso terzi esterni all'impresa di assicurazione, per i quali è necessario aver definito opportuni requisiti di qualità. In questa fase, l'impresa può richiedere il supporto di uno esperto per la valutazione di dati e informazioni nei casi in cui la qualità non risulti adeguata ai

---

<sup>161</sup> Si veda in particolare CEIOPS, *Advice for level 2 implementing measures on Solvency II: technical provisions – article 86 f. Standards for data quality*, CEIOPS-DOC-37/09, paragrafo 3.1.4.1.



requisiti definiti dal fruitore. Il giudizio degli esperti (*expert judgement*) può essere necessario per la trasformazione dei dati in informazioni. In particolare, nei casi in cui occorra selezionare i dati più rappresentativi per l'impresa di assicurazione, eliminando eventuali valori anomali poco significativi in relazione alle peculiarità dell'impresa stessa. Inoltre, il ricorso al giudizio degli esperti è consentito in presenza di carenze sistematiche che incidono sulla qualità dei dati al fine di aumentare il contenuto informativo dei dati esistenti o supplire alla mancanza di dati non disponibili.

L'EIOPA, nell'ambito delle *Guidelines* sulla valutazione delle riserve tecniche<sup>162</sup>, riconosce il giudizio di esperti come componente fondamentale che dovrebbe essere applicata nella formulazione di ipotesi sottostanti alla valutazione delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione. L'uso del giudizio di esperti, nel valutare l'accuratezza, l'adeguatezza e la completezza dei dati per il calcolo delle riserve tecniche non deve tuttavia sostituire l'opportuna raccolta, elaborazione e analisi dei dati, ma deve integrare i dati stessi ove ritenuto necessario. Inoltre, l'*expert judgement* deve essere utilizzato per ovviare a limitazioni legate a dati inesatti o incompleti che non possono essere sanate senza inutili complessità al fine di calcolare adeguatamente le riserve tecniche. In caso di ricorso al giudizio degli esperti per carenze nei processi di raccolta ed elaborazione dei dati, questi devono essere sufficientemente tracciati e monitorati.

Le imprese devono istituire un processo che consenta di monitorare periodicamente la qualità dei dati. Questo implica, tra l'altro, il monitoraggio delle *performance* dei principali sistemi IT e dei supporti utilizzati per raggruppare, ordinare, trasmettere ed elaborare i dati. In base all'esito dei controlli esistenti, è possibile aggiornare la misura del livello di qualità dei dati e valutare la necessità di una revisione dei controlli stessi.

### **3.1.2.3. L'Own Risk Solvency Assessment**

Il principale presidio del sistema di gestione del rischio di un'impresa di assicurazione è rappresentato dalla valutazione interna del rischio e della solvibilità, cosiddetta *Own Risk Solvency Assessment* (ORSA)<sup>163</sup>.

In particolare, ai sensi dell'articolo 45 della Direttiva 2009/138/CE, tale valutazione deve almeno riguardare:

---

<sup>162</sup> Si veda EIOPA, *Guidelines sulla valutazione delle riserve tecniche*, EIOPA-BoS-14/166 IT, punto 1.3 e Orientamenti 7, 13 e 25.

<sup>163</sup> I principali riferimenti normativi ai fini del presente paragrafo sono: la Direttiva 2009/138/CE, articolo 45; EIOPA, *Guidelines sulla valutazione interna del rischio e della solvibilità*, EIOPA-BoS-14/259 IT.

- il fabbisogno di solvibilità globale tenuto conto del profilo di rischio specifico, dei limiti di tolleranza al rischio approvati<sup>164</sup> e della strategia operativa dell'impresa di assicurazione;
- l'osservanza continua dei requisiti patrimoniali<sup>165</sup> e di quelli riguardanti le riserve tecniche;
- la possibilità che il profilo di rischio dell'impresa si discosti dalle ipotesi sottese al calcolo del SCR, svolto tramite la Formula Standard o l'utilizzo di un Modello Interno, intero o parziale, e la significatività di tali eventuali scostamenti.

Al fine di condurre tale valutazione, l'impresa di assicurazione deve porre in essere processi e procedure, secondo il principio di proporzionalità<sup>166</sup>, tenendo quindi conto della natura, portata e complessità dei rischi legati al proprio *business*, che consentano di individuare e valutare correttamente i rischi cui è o potrebbe essere esposta nel breve-medio periodo, documentando e dando evidenza dei metodi utilizzati a supporto di tale attività. La valutazione interna si conclude con la comunicazione dei risultati all'Autorità di Vigilanza nell'ambito dell'informativa di cui all'articolo 35 della Direttiva 2009/138/CE nonché dell'articolo 304 del Regolamento Delegato (UE) 2015/35.

Come stabilisce l'articolo 45 della Direttiva 2009/138/CE, la valutazione interna del rischio e della solvibilità è parte integrante della strategia operativa e deve essere presa sistematicamente in considerazione dal *management* come strumento di supporto nelle decisioni strategiche dell'impresa di assicurazione. Infatti, si passa da un cosiddetto modello *bottom up* a un cosiddetto modello *top down*, incentrato su una visione olistica dei rischi sia da parte del *management* sia dell'Autorità di Vigilanza, nonché su una valutazione dei rischi stessi in ottica prospettica (*forward looking*), considerando il piano strategico dell'impresa di assicurazione.

Data l'importanza che tale valutazione riveste ai fini operativi e di strategia aziendale, le imprese di assicurazione devono eseguirla almeno una volta all'anno e, comunque, ogni volta che intervengono variazioni significative al proprio profilo di rischio, come ad esempio cambiamenti nella strategia di *business*, ingenti perdite nel corso di un periodo di riferimento, *shock* dei mercati finanziari.

Tramite l'ORSA, il Regolatore ha perseguito un triplice obiettivo. Innanzitutto, nel processo di valutazione l'impresa di assicurazione evidenzia il collegamento

---

<sup>164</sup> Per maggiori dettagli sui limiti di tolleranza al rischio, si rimanda al paragrafo 3.1.2.1. del presente Capitolo.

<sup>165</sup> Per maggiori dettagli sui requisiti di capitale, si rimanda al paragrafo 3.1.1.3. del presente Capitolo.

<sup>166</sup> Si veda in particolare la Direttiva 2009/138/CE, Considerando 19, 20, 21 e 133, e articoli 29 e 109; il Regolamento Delegato (EU) n. 2015/35, articolo 88.

tra la strategia di *business*, il processo di allocazione del capitale e il profilo dei rischi assunti. Inoltre, l'impresa ottiene una visione complessiva dei rischi cui è esposta, sia attuali sia prospettici, e della propria situazione di solvibilità, a fronte dei medesimi rischi, del breve-medio periodo. Attraverso l'ORSA si fornisce altresì una valutazione sul disegno ed efficacia del sistema di *risk management*<sup>167</sup>, rappresentando al contempo eventuali carenze e relative azioni risolutive.

L'ORSA è un processo integrato di valutazione che adotta un approccio olistico di comprensione dei rischi. Pertanto, l'ORSA, oltre a essere un requisito normativo previsto dal nuovo regime di vigilanza prudenziale *Solvency II*, costituisce un elemento di supporto alle decisioni operative e strategiche tramite l'utilizzo delle stime prese a riferimento per lo sviluppo del *business* in ottica prospettica.

Il processo ORSA prende in considerazione tutti i rischi che possono influire nel breve-medio periodo sulla composizione dei fondi propri ovvero sulla quantificazione degli impegni assunti nei confronti degli assicurati. Con riferimento ai rischi non quantitativamente valutabili, ossia che rientrano tra i cosiddetti altri rischi (non di Pilastro 1)<sup>168</sup>, l'impresa di assicurazione può procedere a una valutazione di tipo qualitativo, non finalizzata pertanto alla quantificazione delle perdite di capitale ma alla valutazione dei presidi qualitativi che l'impresa medesima dispone a mitigazione (identificazione e gestione) di quello specifico rischio, eventualmente corredata da un'indicazione di livello qualitativo o di gravità complessiva, in termini di perdita potenziale.

#### Valutazione attuale dei rischi

Il processo di valutazione attuale dei rischi si articola in diverse fasi, dalla raccolta del dato all'implementazione e monitoraggio degli interventi individuati sul piano patrimoniale e organizzativo a fronte di eventuali *deficit* di capitale riscontrati nella valutazione di adeguatezza patrimoniale.

In particolare, il processo prevede la raccolta dei dati di *input* e il controllo sugli stessi secondo principi di *data quality*. Infatti, in conformità con gli articoli 82 e 121 della Direttiva 2009/138/CE, i dati utilizzati per il calcolo del requisito di capitale e delle riserve tecniche sono dapprima valutati secondo principi di qualità, ossia di accuratezza, completezza ed appropriatezza<sup>169</sup>. A seguito della raccolta e verifica dei dati, l'impresa procede all'identificazione dei rischi

---

<sup>167</sup> Per maggiori dettagli sul sistema di gestione dei rischi, si rimanda al paragrafo 3.1.2.1. del presente Capitolo.

<sup>168</sup> Per maggiori dettagli sui rischi di un'impresa di assicurazione, si rimanda al paragrafo 3.1.1.1. del presente Capitolo.

<sup>169</sup> Per maggiori dettagli sul sistema di *data quality*, si rimanda al paragrafo 3.1.2.2. del presente Capitolo.

rilevanti in base al proprio *business*, a fronte dei quali determina il SCR in base alle metodologie di *Solvency II*<sup>170</sup>.

In questa fase del processo, l'impresa di assicurazione ha quindi contezza dei rischi legati alla propria attività e del capitale necessario a coprire gli stessi.

L'impresa di assicurazione procede quindi alla valutazione dei fondi propri secondo i parametri dettati dalla Direttiva 2009/138/CE al fine di verificare la disponibilità di capitale proprio<sup>171</sup>. In tale ambito, sono pertanto svolte valutazioni in merito all'adeguatezza patrimoniale dell'impresa, tenendo conto del *Solvency Ratio*<sup>172</sup>, per verificare i fondi propri che possono essere utilizzati a copertura del SCR.

Un fattore fondamentale del processo di valutazione dei rischi è rappresentato dallo strumento degli *stress test*. Questi ultimi consentono di sviluppare analisi quantitative, basate su modelli deterministici o stocastici. Gli *stress test* devono essere ripetuti periodicamente in base alla tipologia di rischio, all'evoluzione della natura, portata e complessità dell'attività dell'impresa e del contesto di mercato, e sono finalizzati alla quantificazione delle perdite sui fondi propri dovute al verificarsi di scenari avversi<sup>173</sup>.

Internamente sono definiti scenari di *stress* di diversa tipologia e diverso grado di severità al fine di determinare gli impatti sui fondi propri e l'evoluzione del *Solvency Ratio* rispetto ai requisiti di capitale. Nell'ambito delle valutazioni di *stress*, possono essere considerati anche fattori di rischio non rientranti nell'ambito della misurazione del *Solvency Capital Requirement* ma ritenuti rilevanti ai fini della verifica della capacità dell'impresa di assicurazione di fare fronte a situazioni avverse.

Le risultanze di tali esercizi, eventualmente integrate con le informazioni a disposizione delle strutture operative di *business*, sono valutate e rappresentate nell'ambito di una relazione che deve essere presentata all'attenzione del Consiglio di Amministrazione dell'impresa di assicurazione al fine di offrire al medesimo organo evidenza in merito ai rischi legati all'attività dell'impresa stessa, alle relative metodologie di valutazione nonché al bisogno di capitale a copertura del SCR, e successivamente trasmessa all'Autorità di Vigilanza.

---

<sup>170</sup> Per maggiori dettagli sulle metodologie di calcolo del SCR, si rimanda al paragrafo 3.1.1.3.1. del presente Capitolo.

<sup>171</sup> Per maggiori dettagli sui fondi propri, si rimanda al paragrafo 3.1.1.2. del presente Capitolo.

<sup>172</sup> Per maggiori dettagli sull'indicatore *Solvency Ratio*, si rimanda al paragrafo 3.1.1.3.3. del presente Capitolo.

<sup>173</sup> Si veda, in particolare, il Regolamento ISVAP n. 20/2008 recante disposizioni in materia di controlli interni, gestione dei rischi, *compliance* ed esternalizzazione delle attività delle imprese di assicurazione, articolo 20.

Il processo di valutazione attuale dei rischi si completa tramite il monitoraggio nel continuo delle eventuali azioni correttive proposte a fronte di criticità derivanti, ad esempio, da eccessivi assorbimenti di capitale, ovvero bassi livelli di fondi propri.

#### Valutazione prospettica dei rischi

Il processo di valutazione prospettica dei rischi si fonda sulle medesime fasi procedurali previste nell'ambito del processo di valutazione attuale dei rischi ed è integrato al fine di fornire una valutazione dei rischi completa anche sotto il profilo temporale. Le analisi prendono però a riferimento dati e valutazioni prospettici, ossia con un orizzonte temporale di medio-lungo termine.

### **3.2. La trasparenza dei rischi**

L'entrata in vigore del regime di vigilanza prudenziale *Solvency II* ha introdotto un profondo cambiamento all'interno delle prassi delle imprese di assicurazione, non solo in termini di calcolo dei requisiti di capitale e di *governance* aziendale, ma anche, tramite i requisiti del Pilastro 3, in termini di trasparenza dei dati e delle informazioni che l'impresa deve rendere disponibili al mercato e alle Autorità di Vigilanza<sup>174</sup>.

Con l'introduzione del regime *Solvency II*, soprattutto in considerazione del ruolo predominante assunto dalla tutela del mercato e dalla necessità per le Autorità di Vigilanza di garantire un rispetto costante dei requisiti normativi, sono aumentati gli adempimenti in materia di informativa. Ciò sia in termini di frequenza e ampiezza del dato informativo sia a livello di granularità delle informazioni richieste.

Il Pilastro 3 della Direttiva 2009/138/CE stabilisce infatti i requisiti applicabili alle informative verso il pubblico e l'Autorità di Vigilanza, sia a livello individuale che di gruppo.

Il Regolatore ha previsto tempistiche di predisposizione delle informative che si riducono progressivamente fino all'anno 2019, passando da 20 a 14 settimane dalla chiusura dell'esercizio, per la reportistica annuale, e da 8 a 5 settimane, per la reportistica trimestrale. Tale periodo di adeguamento, previsto proprio in relazione alla radicale rivoluzione informativa introdotta dal regime *Solvency II*, è stato ritenuto necessario per permettere alle imprese di allinearsi progressivamente con la nuova disciplina, senza che ciò rappresenti un onere eccessivo.

---

<sup>174</sup> I principali riferimenti normativi ai fini del presente paragrafo sono: la Direttiva 2009/138/CE, articoli 35, 51, 53 a 57, 254 e 256; il Regolamento Delegato (UE) n. 2015/35, articoli 290 a 314, e 359 a 377; EIOPA; *Guidelines in materia di informazioni da fornire alle autorità di vigilanza e di informativa al pubblico*, EIOPA-BoS-15/109 IT.

In considerazione del forte impatto che il Pilastro 3 ha introdotto in termini di attività in capo all'impresa di assicurazione, al fine di affrontare tali aspetti conformemente alle disposizioni di vigilanza, le imprese devono dotarsi di processi strutturati che permettano di disciplinare almeno il governo del dato, una chiara attribuzione di ruoli e responsabilità tra le funzioni aziendali, le esigenze informative interne coerentemente con le scadenze interne (chiusure di bilancio, reportistica gestionale) ed esterne (Autorità di Vigilanza e mercato). Infatti, a tal fine le imprese di assicurazione devono adottare politiche scritte che disciplinino il processo da seguire per il reperimento e la trasmissione delle informazioni nonché i relativi ruoli e responsabilità delle strutture competenti. Ciò in ragione del fatto che il processo di diffusione delle informazioni nei confronti dell'Autorità di Vigilanza e del mercato deve essere un processo integrato nella *governance* dell'impresa di assicurazione.

Il Pilastro 3 si compone delle seguenti tipologie di informative:

- il *Solvency and Financial Condition Report* (SFCR): tale informativa che le imprese di assicurazione e i gruppi devono fornire al mercato, oltre agli obiettivi di trasparenza, mira a incentivare le imprese di assicurazione allo svolgimento delle proprie attività aziendali secondo i requisiti di una sana e prudente gestione;
- il *Regular Supervisory Report* (RSR): tale informativa che le imprese di assicurazione e i gruppi devono fornire all'Autorità di Vigilanza a fini prudenziali deve contenere informazioni atte a elaborare una valutazione sui rischi cui le imprese di assicurazione sono esposte;
- i *Quantitative Reporting Templates* (QRTs): i *templates* quantitativi, destinati all'Autorità di Vigilanza, contengono le informazioni finanziarie e di solvibilità *core* (come, ad esempio, il *Solvency Capital Requirement*, il *Minimum Capital Requirement*, i premi e i sinistri, i dati sugli attivi e passivi di bilancio inclusi gli investimenti e i fondi propri, le riserve tecniche). Tutti i *templates* sono divulgati in formato elettronico;
- la reportistica in base ad eventi predefiniti: l'avvenimento di certi eventi può avere un impatto materiale sull'operatività e può essere anche un elemento importante da portare a conoscenza dell'Autorità di Vigilanza. Tra gli eventi che devono essere oggetto di pronta comunicazione all'Autorità di Vigilanza rientrano tutte le fattispecie che generano un impatto sul *business*, sui risultati, sull'operatività, sul *risk profile*, sulla stabilità finanziaria e sulla condizione di solvibilità.

In considerazione della tipologia di *reporting* è possibile operare una classificazione su due distinti livelli:

- reportistica destinata al pubblico e reportistica verso l'Autorità di Vigilanza;

- reportistica qualitativa e reportistica quantitativa.

Con riferimento alla prima classificazione, la disciplina relativa alla reportistica destinata al pubblico dispone che l'impresa di assicurazione debba garantire la trasparenza rendendo pubbliche, con cadenza almeno annuale, le informazioni essenziali in merito alla solvibilità e alla condizione finanziaria.

Le informazioni rilasciate al pubblico devono essere basate su procedure che ne garantiscono la completezza, la consistenza e l'accuratezza<sup>175</sup>, e non devono essere di natura confidenziale. Ai sensi dell'articolo 53 della Direttiva 2009/138/CE, l'Autorità di Vigilanza può autorizzare l'impresa di assicurazione a non rendere pubbliche informazioni quando:

- la pubblicazione delle stesse conferirebbe ai concorrenti dell'impresa di assicurazione significativi vantaggi indebiti;
- l'impresa è tenuta alla segretezza o alla riservatezza in virtù di obblighi nei confronti dei contraenti o per relazioni con altre controparti.

Qualora l'Autorità di Vigilanza disponga la possibilità di non rendere pubblica un'informazione, le imprese lo indicano nel SFCR, spiegandone le ragioni.

Con riferimento alla reportistica destinata verso l'Autorità di Vigilanza, in conformità con l'articolo 35 della Direttiva, questa include quanto meno le informazioni necessarie per l'attuazione delle seguenti funzioni da parte dell'Autorità medesima:

- valutare il sistema di *governance* adottato dalle imprese, l'attività che esse esercitano, i principi di valutazione applicati a fini di solvibilità, i rischi cui sono esposte e i sistemi di gestione dei rischi, nonché la loro struttura patrimoniale, il loro fabbisogno di capitale e la loro gestione del capitale;
- adottare tutte le decisioni opportune derivanti dall'esercizio dei loro diritti e obblighi di vigilanza.

Al fine di fornire un quadro completo in merito alle differenti tipologie di reportistica, nel seguito è rappresentata la classificazione del *reporting* distinguendo tra qualitativo e quantitativo.

#### Reporting qualitativo

Nel regime *Solvency II*, la diffusione di informazioni al mercato costituisce un elemento di fondamentale importanza. Le imprese di assicurazione devono presentare con cadenza almeno annuale una relazione sulla loro solvibilità e condizione finanziaria (SFCR), descrivendo le loro attività ed i risultati, le operazioni intervenute, il profilo di rischio, i principi utilizzati per valutare gli

---

<sup>175</sup> Per maggiori dettagli sui summenzionati principi di *data quality*, si rimanda al paragrafo 3.1.2.2. del presente Capitolo.

*asset*, le riserve tecniche e le altre passività, nonché i principi in materia di gestione del capitale.

L'articolo 291 del Regolamento Delegato (UE) n. 2015/35 dispone che le informazioni da comunicare sono da considerarsi sostanziali se la loro omissione o inesattezza possa influire sulle decisioni o sul giudizio degli utenti della relazione, ivi comprese le Autorità di Vigilanza. Conformemente a quanto previsto dall'articolo 51 della Direttiva, il SFCR include le informazioni descrittive qualitative e quantitative integrate, se del caso, da modelli quantitativi, in forma integrale o tramite riferimento a informazioni equivalenti, sia per natura che per portata, pubblicate in applicazione di altri obblighi di legge o regolamentari.

Con riferimento alla reportistica verso l'Autorità di Vigilanza, come già descritto nella classificazione generale, il nuovo regime di vigilanza prudenziale *Solvency II* ha ampliato notevolmente il novero delle informazioni che le imprese di assicurazione devono produrre per permettere alle Autorità di Vigilanza medesime di valutare la situazione dell'impresa. Le informazioni, che comprendono elementi qualitativi o quantitativi o un'appropriata combinazione di entrambi, dati storici, attuali o futuri, o un'appropriata combinazione di tali dati nonché dati provenienti da fonti interne o esterne o un'appropriata combinazione di entrambi, devono rispettare i seguenti principi:

- riflettere la natura, la portata e la complessità dell'attività dell'impresa interessata, in particolare i rischi inerenti all'attività in oggetto;
- essere accessibili, complete da tutti i punti di vista sostanziali, confrontabili e coerenti nel tempo;
- essere pertinenti, affidabili e comprensibili.

Il *Regular Supervisory Report* (RSR) si compone di una parte descrittiva e una serie di *templates* di rendicontazione quantitativa, sia a livello individuale che di gruppo.

La parte descrittiva della relazione contiene quanto meno le stesse informazioni previste per il SFCR ma al suo interno sono presenti informazioni di dettaglio, troppo sensibili per la divulgazione al mercato.

La relazione da fornire ai fini di vigilanza deve essere presentata in periodi predefiniti, o in caso di eventi predefiniti, oppure in caso di indagini o richieste in merito alla situazione dell'impresa da parte della Autorità di Vigilanza.

#### Reporting quantitativo

La componente fondamentale della reportistica quantitativa è rappresentata dai *Quantitative Reporting Templates* (QRTs), un insieme di informazioni



quantitative da inviare all'Autorità di Vigilanza con periodicità trimestrale o annuale. Il tentativo del Regolatore attraverso i QRTs è stato quello di uniformare a livello europeo l'insieme delle informazioni quantitative prodotte dalle imprese di assicurazione per le competenti Autorità di Vigilanza.

Tali informazioni riguardano i dati della vita dell'impresa di assicurazione, quali ad esempio dati di bilancio, relativi agli attivi e all'*asset allocation*, alle riserve tecniche, ai fondi propri o riferibili al SCR e MCR.

Il nuovo *framework* di *reporting* documentale è in vigore dal 1° gennaio 2016, anche se già nel corso del 2015 le imprese di assicurazione hanno provveduto a trasmettere a EIOPA un *subset* di *reporting*.

A seguire si fornisce una rappresentazione grafica delle *macro* categorie di *report* distinte per area tematica (Figura 2.12).

Figura 2.12. QRTs (esemplificativo).

Specifici ECB	Long Term Guarantees
Balance sheet	Basic Information
Technical Provisions	Attivi e investimenti
Riassicurazione	SCR e MCR
Specifici di Gruppo	Variation Analysis
Own Funds e Partecipazioni	Specifici Financial Stability

La normativa prevede specifiche scadenze di invio di tale reportistica che si differenziano anche in relazione al perimetro di riferimento del *report* e alla periodicità.

## **Bibliografia**

CEIOPS, *QIS1 – Summary report*, CEIOPS-FS-01/06.

CEIOPS, *QIS2 – Summary Report*, CEIOPS-SEC-71/06S.

CEIOPS, *Report on its third Quantitative Impact Study (QIS3) for Solvency II*, CEIOPS-DOC-19/07.

CEIOPS, *Report on its fourth Quantitative Impact Study (QIS4) for Solvency II*, CEIOPS-SEC-82/08.

CEIOPS, *Advice for level 2 implementing measures on Solvency II: technical provisions – article 86 f. Standards for data quality*, CEIOPS-DOC-37/09.

Circolare di Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013 “Disposizioni di vigilanza per le banche”.

Commissione europea, MARKT/2535/02, 2002.

CROFI, *Il processo di definizione e gestione del risk appetite nelle assicurazioni italiane*, 2008.

D'Acunto R. *et al.*, *Solvency II rewrites the rules for insurers*, Bain & Company, 2011.

DG ECFIN, *Impact assessment: possible macroeconomic and financial effects of Solvency II*, marzo 2007.

Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (Solvibilità II).

Direttiva 2014/51/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, che modifica le direttive 2003/71/CE e 2009/138/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 1094/2010 e (UE) n. 1095/2010 per quanto riguarda i poteri dell'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali) e dell'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati)

EIOPA, *Introduction*, Press Briefing, Frankfurt, 10 gennaio 2011.

EIOPA, *Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS5) for Solvency II*, EIOPA-TFQIS5-11/001.

EIOPA, *Guidelines sulla procedura preliminare dei modelli interni*, EIOPA-CP- 13/011 IT.

EIOPA, *Guidelines sulla valutazione delle riserve tecniche*, EIOPA-BoS-14/166 IT.

EIOPA, *Guidelines sui fondi propri accessori*, EIOPA-BoS-14/167 IT.

EIOPA, *Guidelines sulla classificazione dei fondi propri*, EIOPA-BoS-14/168 IT.

EIOPA, *Guidelines sui parametri specifici dell'impresa*, EIOPA-BoS-14/178 IT.

EIOPA, *Guidelines sull'uso dei modelli interni*, EIOPA-BoS-14/180 IT.

EIOPA, *Guidelines sulla solvibilità di gruppo*, EIOPA-BoS-14/181 IT.

EIOPA, *Guidelines sul sistema di governance*, EIOPA-BoS-14/253 IT.

EIOPA, *Guidelines sulla valutazione interna del rischio e della solvibilità*, EIOPA-BoS-14/259 IT.

EIOPA, *The underlying assumptions in the standard formula for the Solvency Capital Requirement calculation*, EIOPA-14-322.

EIOPA, *Guidelines in materia di estensione del periodo di risanamento in situazioni eccezionalmente avverse*, EIOPA-BoS-15/108 IT.

EIOPA; *Guidelines in materia di informazioni da fornire alle autorità di vigilanza e di informativa al pubblico*, EIOPA-BoS-15/109 IT.

Ernst & Young, *Solvency II, the QIS5 results and implications for the US*, 2011.

European Central Bank (ECB), *Potential impact of Solvency II on financial stability*, 2007.

Hendricks D., *Evaluation of Value-at-Risk models using historical data*, Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, 2(1), 1996.

IAS 12, *Income taxes*, 1996.

International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report - Potent Policies for a Successful Normalization*, Washington, aprile 2016. Il tema relativo al rischio sistema legato alle imprese di assicurazione vita è ripreso al Capitolo III, Sezione II.

KPMG, *Study into the Methodologies to Assess the Overall Financial Position of an Insurance Undertaking from the Perspective of Prudential Supervision*, 2002.

Linsmeier T. J. & Pearson N. D., *Value at Risk*, Financial Analysts Journal, 56(2), 2000.

Redaelli G., *Solvency II. Innovazione nella regolamentazione e riflessi per le imprese di assicurazione*, FrancoAngeli, Milano, 2006.

Regolamento delegato (UE) 2015/35 della Commissione, del 10 ottobre 2014, che integra la Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (Solvibilità II).

Regolamento di esecuzione (UE) 2015/460 della Commissione, del 19 marzo 2015, che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda la procedura relativa all'approvazione di un modello interno conformemente alla direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio.

Regolamento di esecuzione (UE) 498/2015 della Commissione, del 24 marzo 2015, che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda la procedura di approvazione, da parte dell'autorità di vigilanza, dell'uso di parametri specifici dell'impresa conformemente alla direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio.

Regolamento ISVAP 20/2008 recante disposizioni in materia di controlli interni, gestione dei rischi, *compliance* ed esternalizzazione delle attività delle imprese di assicurazione.

Thibeault A. & Wambeke. M., *Regulatory impact on banks' and insurers' investments*, Vlerick Centre for Financial Services, Brussels, settembre 2014.

### CAPITOLO III

#### L'IMPRESA DI ASSICURAZIONE VITA NELL'ORIZZONTE DI LUNGO PERIODO

##### **Introduzione**

Nella trattazione che precede sono state analizzate l'assicurazione e l'impresa di assicurazione fino dalla loro nascita. Come visto, queste hanno avuto un ruolo importante nel tessuto sociale di riferimento. Le prime forme di assicurazione erano finalizzate a supportare le vedove nel sostentamento della famiglia o a garantire una sepoltura dignitosa ai soldati morti in guerra.

L'evoluzione del contesto finanziario ha portato significativi cambiamenti anche nel settore assicurativo che, dapprima deregolamentato, lasciato a regole non scritte o clausole contrattuali talvolta non del tutto lecite, si è sviluppato consentendo una migliore e rafforzata tutela degli assicurati e, più in generale, della stabilità del settore assicurativo e conseguentemente di quello finanziario. Con il tempo e l'evoluzione dei mercati finanziari, nonché dei relativi prodotti e attori ivi operanti, l'impresa di assicurazione vita ha adeguato la propria offerta alle diverse esigenze del mercato, attraverso prodotti assicurativi con caratteristiche più simili a quelle di un prodotto finanziario o bancario. L'ampliamento della gamma dei prodotti offerti ha consentito all'impresa di assicurazione vita di attirare un bacino più ampio di potenziali assicurati aventi esigenze diverse.

Il nuovo regime di vigilanza prudenziale *Solvency II* rappresenta l'ultimo gradino attualmente disponibile della regolamentazione assicurativa a livello europeo.

Tale regime è considerato fortemente innovativo, in particolare, per alcuni principali aspetti specifici per il settore assicurativo. Il primo è dato dal fatto che prevede criteri valutativi del bilancio basati su un approccio *market consistent*. Ciò significa in particolare che il valore delle attività e delle passività di un'impresa di assicurazione rappresenta nel continuo una grandezza di mercato, consentendo, tra l'altro, una migliore comparabilità tra le imprese operanti nel settore in termini di solidità e solvibilità patrimoniale. Il secondo principale aspetto di innovazione di *Solvency II* è rappresentato dalla valutazione integrata dei rischi. Ciò significa che con *Solvency II* il profilo di rischio di un'impresa di assicurazione non è più considerato in una logica settoriale e quantitativa, divisa per aree verticali, ma la quantificazione e la cosiddetta *governance* dei rischi sono

sempre più gestite in modo integrato a tutti i livelli dell'organizzazione aziendale, con una visione olistica dei rischi che permetta di coglierne le correlazioni. Inoltre, ulteriore aspetto innovativo riguarda la valutazione interna della solvibilità attuale e prospettica (cosiddetta ORSA) sulla base della quale sono assunte le decisioni strategiche e nell'ambito della quale sono svolti esercizi di *stress* che testano la resilienza dell'impresa al verificarsi di determinati scenari negativi, improbabili ma possibili.

Considerando tali premesse, nel presente Capitolo è analizzata l'impresa di assicurazione vita e il suo orizzonte di lungo periodo. Per la sua complessità, la tematica è affrontata analizzando l'impresa di assicurazione vita sotto molteplici punti vista.

In particolare, alla *Sezione I* le imprese di assicurazione vita sono analizzate nello specifico tramite uno studio empirico delle componenti di bilancio, le *liabilities* e gli *assets*. Con riferimento alle prime, sono analizzate le obbligazioni assunte dalle imprese di assicurazione e la tipologia di prodotti assicurativi venduti sul mercato europeo. L'analisi tiene conto di un campione di Paesi europei selezionato in base alla percentuale di contributo fornita alla produzione vita a livello europeo nell'anno 2014. Con riferimento agli *assets*, sono analizzati gli investimenti delle imprese di assicurazione vita al fine di adempiere alle obbligazioni assunte. L'analisi tiene conto di un campione di Paesi europei selezionato in base alla percentuale di incidenza di ciascun Paese di origine sul totale degli *assets* detenuti dalle imprese di assicurazione vita nell'anno 2014.

Come rappresentato nella trattazione che segue, dall'analisi della produzione vita è emerso un *trend* costante e in linea con le tendenze storiche del Paese considerato, oltre a una tendenza crescente dei cosiddetti prodotti *linked*. Con riferimento agli investimenti, invece, è emerso che i *debt securities* e gli *other fixed income securities*, tra cui rientrano principalmente gli investimenti in *bonds*, rappresentano la maggiore *asset class* delle imprese di assicurazione vita del campione dei Paesi considerati, a eccezione del Regno Unito. Infatti, coerentemente con quanto riportato con riferimento alla raccolta vita, le imprese di assicurazioni inglesi sono tradizionalmente orientate a prodotti in cui il rischio di investimento è prevalentemente a carico dell'assicurato. Ciò implica pertanto un portafoglio di *assets* caratterizzato da una rilevante presenza di *investment funds*.

Alla *Sezione II*, invece, l'impresa di assicurazione vita è analizzata nel contesto di riferimento, come quello attuale (anno 2016) caratterizzato da bassi tassi di interesse. Nello specifico, le criticità che riguardano l'impresa di assicurazione sotto questo profilo sono prevalentemente legate alla capacità dell'impresa stessa di riconoscere all'assicurato la prestazione contrattualmente garantita. Il contesto genera effetti diversi su diverse imprese di assicurazione vita. Anche in questo

ambito, le imprese di assicurazione sono analizzate tenendo conto del campione di Paesi europeo oggetto di analisi nella precedente Sezione. I principali effetti negativi riguardano le imprese di assicurazione vita caratterizzate da una differenza significativa di *duration* tra attivi e passivi. Tali effetti sono sviluppati sia a livello microprudenziale di singola impresa sia a livello macroprudenziale di intero settore assicurativo e finanziario europeo.

Alla *Sezione III*, infine, l'impresa di assicurazione è rappresentata nell'ambito dell'ampio progetto europeo finalizzato all'unione dei mercati dei capitali (*capital markets union*). L'impresa di assicurazione vita è un investitore istituzionale rilevante a livello europeo, in termini di masse di investimenti che è in grado di muovere sul mercato. In tale contesto, vi sono misure che coinvolgono in maniera significativa il settore assicurativo nel lungo periodo atte a rendere i flussi finanziari più efficienti e funzionali nell'ambito dell'Unione europea aumentando quindi la disponibilità di capitali e stimolando la crescita economica. In questo senso, le piccole-medie imprese, che sono realtà fortemente presenti in Europa, specialmente in Italia, sarebbero favorite da una maggiore quantità di capitali e diversificazione delle fonti di finanziamento. A differenza di altri Paesi sviluppati, come gli Stati Uniti e il Giappone, il settore industriale e finanziario dell'Unione europea è tuttora finanziato prevalentemente dai prestiti bancari.

In tale contesto, sono infine illustrate brevi considerazioni conclusive sostanzialmente attinenti al principio fondamentale della trasparenza dei mercati, quale elemento imprescindibile della *capital markets union* in quanto condizione fondamentale affinché il costo del capitale sia correttamente associato alla propria qualità.

[PAGINA VOLTAMENTE LASCIATA IN BIANCO]



## **CAPITOLO III**

### **L'IMPRESA DI ASSICURAZIONE VITA NELL'ORIZZONTE DI LUNGO PERIODO**

#### **SEZIONE I**

##### **L'IMPRESA DI ASSICURAZIONE VITA: ANALISI SUI PRODOTTI E INVESTIMENTI**

**1. L'impresa di assicurazione vita. – 1.1. L'assicurazione sulla vita. – 1.2. Le obbligazioni delle parti. – 1.3. Il *business* vita in Europa. – 1.3.1. Il campione. – 1.3.2. I premi vita. – 1.3.3. Le riserve tecniche vita. – 1.4. Gli investimenti. – 1.4.1. Gli investimenti delle imprese di assicurazione vita. – 1.4.2. Le gestioni separate. – 1.4.3. *Litterature review*. – 1.4.4. Il campione. – 1.4.5. I dati. – 1.4.6. Le principali imprese di assicurazione vita italiane. – Bibliografia.**

#### **1. L'impresa di assicurazione vita**

La funzione assicurativa origina principalmente per distribuire su una popolazione di più individui i rischi del singolo individuo della popolazione medesima. Come visto nella narrazione che precede<sup>176</sup>, la funzione assicurativa di fatto si declina in due diverse tipologie di operatività, quella della mutualità e quella dell'impresa di assicurazione.

Con riferimento alla funzione assicurativa relativa alla mutualità, l'assicurato si trova in una posizione migliore in ragione del fatto che il rischio complessivo della massa degli individui risulta inferiore alla somma dei rischi individuali che ogni singolo soggetto dovrebbe individualmente sopportare. Tuttavia l'importo che sarà dovuto in caso di accadimento dell'evento incerto non è noto a priori.

Con riferimento invece alla funzione assicurativa propria di un'impresa di assicurazione, l'assicurato trasferisce il rischio dell'evento incerto su un soggetto esterno (appunto l'impresa di assicurazione) – e quindi anche l'incertezza e il danno economico e finanziario legati allo stesso – a fronte del pagamento di un costo certo, il premio.

---

<sup>176</sup> Per maggiori dettagli sulla nascita delle assicurazioni, si veda il Capitolo I.

Come visto in precedenza, rispetto alle passate ere, la mutualità ha perso di importanza lasciando sempre più spazio alle imprese di assicurazione<sup>177</sup>. Questo anche perché le mutue assicuratrici, che esercitano la mutualità, operano in modo equivalente alle imprese di assicurazione con l'unica principale differenza data dal fatto che gli individui, oltre a essere contraenti le polizze, sono anche soci delle mutue e possono quindi beneficiare, tra l'altro, di una percentuale sugli utili riconosciuta tramite uno sconto sui premi assicurativi.

Nel seguito sono riportate alcune precisazioni sull'assicurazione per meglio delineare la sua azione a supporto dell'individuo e i relativi meccanismi di funzionamento<sup>178</sup>.

Innanzitutto, l'assicurazione può essere riconducibile al “se” e congiuntamente al “quando” l'evento incerto accadrà. È anche vero che nessun individuo avrebbe interesse ad assicurare un evento impossibile, come, d'altro canto, nessuna impresa di assicurazione sarebbe interessata ad assicurare un evento certo. In questi casi il contratto assicurativo verterà quindi sul “quando” succederà l'evento, posto non vi è incertezza sul “se”. Si pensi alle polizze assicurative a copertura del caso morte, che è per tutti certa ma di cui non si conosce il momento di accadimento.

In secondo luogo, occorre riflettere sulla possibile distribuzione degli eventi coperti dall'assicurazione rispetto a una distribuzione normale. Ad esempio, ci sono eventi che all'incremento della loro numerosità tendono a distribuirsi secondo una curva normale; altri, invece, indipendentemente dalla numerosità, non tendono a una distribuzione normale e possono essere sufficientemente prevedibili o meno. Questo ultimo caso può essere rappresentato da eventi a bassa frequenza ma ad alta intensità in ragione del loro impatto sulla solvibilità dell'impresa di assicurazione. Si pensi al rischio di un terremoto o di un'alluvione, ossia il cosiddetto rischio catastrofale<sup>179</sup>.

In terzo luogo, occorre considerare la dimensione del rischio assicurabile. Le imprese di assicurazione sono avverse all'assumere rischi difficilmente prevedibili e quantificabili, che non tendono quindi a una distribuzione normale e seguono andamenti casuali. La diversificazione del rischio diviene pertanto una caratteristica fondamentale propria delle imprese di assicurazione che possono in questo modo fare fronte anche agli eventi più incerti e di ingente esborso.

---

<sup>177</sup> Miani S., *I prodotti assicurativi*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2010, p. 4.

<sup>178</sup> In questa breve disamina si segue l'analisi svolta da Miani S. in relazione ai diversi servizi offerti dalle mutue assicuratrici e le imprese di assicurazione. Si veda nel dettaglio Miani S., *I prodotti assicurativi*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2010, pp. 5 ss.

<sup>179</sup> Per maggiore dettagli sui rischi catastrofali legati al *business* vita e non vita, si rimanda al Capitolo II, paragrafo 3.1.1.1. che precede.

Occorre infine considerare l'andamento della probabilità del verificarsi dell'evento assicurato in rapporto all'età dell'assicurato. Prevalentemente per le assicurazioni sulla vita, l'impresa, nel definire il premio assicurativo, deve tenere conto che con l'innalzamento dell'età dell'assicurato aumenta, conseguentemente, anche il rischio di indennizzo. L'impresa dovrà quindi definire premi adeguati al rischio e a compensare la maggiore rischiosità legata, in misura proporzionale, alla durata del contratto.

### **1.1. L'assicurazione sulla vita**

Prima di procedere con una disamina delle caratteristiche di un'impresa di assicurazione che esercita i rami vita e dei prodotti assicurativi che quest'ultima offre, occorre definire quanto non già precedentemente chiarito, in particolare in relazione alla figura del contraente, assicurato e beneficiario nonché alle logiche sottese all'assicurazione sulla vita.

Il contraente è la persona fisica o giuridica che può coincidere o non con l'assicurato o il beneficiario che stipula il contratto di assicurazione e si impegna al versamento dei premi all'impresa di assicurazione. L'assicurato, invece, è la persona fisica sulla cui vita viene stipulato il contratto che può coincidere o no con il contraente e con il beneficiario. Le prestazioni previste dal contratto sono determinate in funzione dei suoi dati anagrafici e degli eventi attinenti alla sua vita. Infine, il beneficiario è la persona fisica o giuridica designata dal contraente che può coincidere o no con il contraente stesso e con l'assicurato, e che riceve la prestazione prevista dal contratto quando si verifica l'evento assicurato.

Come precedentemente visto, l'assicurazione trae origine dal meccanismo della scommessa. Ancora prima, le motivazioni alla base dell'utilizzo delle "assicurazioni" risiedevano sostanzialmente nell'esigenza di soddisfare, in via prevalente, due necessità: il sostenimento delle vedove in caso di premorienza del coniuge, anche limitatamente alle spese funerarie; oppure il sostenimento del contraente o beneficiario nel caso di sopravvivenza oltre una certa data.

La prima fattispecie nasceva dall'esigenza di sostenere la famiglia nel caso di premorienza del coniuge lavoratore, tipicamente il marito. Tale circostanza si è evoluta nel tempo in ragione del maggiore tasso di occupazione femminile degli ultimi decenni. D'altra parte, però, il bisogno di sicurezza, rappresentato dall'accumulo di risparmi, persiste nel tempo considerando pur sempre la necessità di sostentamento della prole.

Nella seconda fattispecie l'accumulo di risparmio consente, in assenza di schemi pensionistici obbligatori, il sostentamento nell'età matura.

Il risparmio accumulato e non impiegato in forme tecniche assicurative potrebbe tuttavia non essere sufficientemente adeguato in relazione al momento in cui

occorre farne uso in quanto l'evento incerto, in relazione al "quando", potrebbe manifestarsi troppo presto rispetto alla norma. Oppure, potrebbe manifestarsi in un momento successivo rispetto a quello ipotizzato. In questo caso potrebbero realizzarsi perdite legate a investimenti del risparmio accumulato non andati a buon fine.

Il ricorso dell'assicurazione consente di mitigare tali rischi tendendo a massimizzare l'utilità delle risorse destinate al sostenimento della sicurezza<sup>180</sup>. Infatti, i prodotti assicurativi sono una forma di protezione e di investimento. Innanzitutto, i premi sono pagati in anticipo, mentre il riconoscimento della prestazione avviene in seguito, solo in caso in cui l'evento incerto coperto dall'assicurazione accada. In secondo luogo, i contratti assicurativi – per lo più quelli vita, ossia diversi da quelli di responsabilità civile auto (RCAuto), responsabilità civile professionale (RC professionale), furto, incendio, *i.e.* quelli in cui la prestazione è legata alla vita dell'uomo – rappresentano un impegno del contraente di risparmio e investimento per il futuro. Con un piccolo importo di denaro, versato con periodicità regolare, anche chi non è ricco può permettersi di risparmiare e investire per il proprio futuro.

Come strumento di protezione e investimento, un recente studio della Commissione europea (Eurobarometer) dimostra che c'è un'alta percentuale di soggetti che investono in prodotti assicurativi di copertura. Nell'Unione europea circa il 54% di popolazione detiene prodotti assicurativi non vita (per esempio, quelli relativi alla casa, alla salute, all'assicurazione sul veicolo) e circa il 28% detiene prodotti assicurativi vita. Tuttavia ci sono forti differenze tra Paesi europei, dove quelli occidentali ne fanno più uso<sup>181</sup>.

Ai sensi della definizione riportata dal codice civile all'articolo 1882, l'assicurazione sulla vita è il contratto con il quale l'impresa di assicurazione, "verso il pagamento di un premio, si obbliga a pagare un capitale o una rendita al verificarsi di un evento attinente alla vita umana". L'evento attinente alla vita umana può riguardare la morte o la sopravvivenza dell'assicurato, ovvero può essere legato ad altri avvenimenti della sua vita, i cosiddetti rischi demografici.

---

<sup>180</sup> Miani S., *I prodotti assicurativi*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2010, p. 9.

<sup>181</sup> Per esempio, in alcuni Paesi dell'Europa occidentale una grande percentuale di persone detengono prodotti assicurativi non vita, come l'Olanda, la Svezia e la Danimarca, rispettivamente 69%, 66% e 66%. Invece, nei Paesi dell'Europa orientale come la Bulgaria e la Polonia solo rispettivamente il 33% e il 25% di popolazione investe in questo tipo di prodotti. Tali differenze geografiche valgono anche per i prodotti assicurativi vita. La maggioranza di questi prodotti è detenuta da Paesi come la Svezia (57%) e Finlandia (42%), mentre Bulgaria (7%), Grecia (5%) e Croazia (9%) rappresentano le percentuali più basse. Questa analisi ha coinvolto 27.969 cittadini europei provenienti da categorie socio-demografiche differenti; quindi, i dati possono essere talvolta poco rappresentativi e necessitano di essere trattati con cautela. Per maggiori dettagli si veda Commissione europea, *Special Eurobarometer 446: Financial Products and Services*, luglio 2016, p. 6.

Con riferimento all'oggetto dell'assicurazione vita, il Codice delle Assicurazioni Private (CAP) – introdotto nell'ordinamento italiano con il Decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, e successive modificazioni – all'articolo 2, riprende sostanzialmente la classificazione adottata con la Direttiva n. 79/267/CEE relativa ai rami vita cosiddetta di prima generazione e della Direttiva 2009/138/CE, (Tabella 3.1), a eccezione di tre forme assicurative che non sono state ammesse nell'ordinamento italiano, ossia le operazioni tontinarie, le operazioni effettuate da particolari forme di società assicuratrici di diritto francese<sup>182</sup>, le assicurazioni sociali<sup>183</sup>.

Tabella 3.1. I rami dell'assicurazione vita.

Ramo (CAP)	Denominazione	Ramo (Direttiva prima generazione e <i>Solvency II</i> )
I	Assicurazione sulla durata della vita umana	I
II	Assicurazione di nuzialità e natalità	II
III	Assicurazione di cui ai rami I e II le cui prestazioni principali sono direttamente collegate al valore di quote di organismi di investimento collettivo del risparmio o di fondi interni ovvero a indici o ad altri valori di riferimento (cosiddette <i>unit</i> )	III
IV	Assicurazione malattia e l'assicurazione contro il rischio di non autosufficienza che siano garantite mediante contratti di lunga durata, non rescindibili, per il rischio di invalidità grave dovuta a malattia o a infortunio o a longevità	IV <sup>184</sup>
V	Operazioni di capitalizzazione	VI
VI	Operazioni di gestione di fondi collettivi costituiti per l'erogazione di prestazioni in caso di morte, in caso di vita o in caso di cessazione o riduzione dell'attività lavorativa	VII

Di seguito sono descritti i prodotti vita distinti per ramo.

#### Prodotti di ramo I

L'assicurazione sulla durata della vita umana può coprire diverse esigenze degli individui, in relazione all'evento oggetto dell'assicurazione, che può rappresentare la vita o la sopravvivenza del soggetto assicurato. L'assicurazione a copertura del

<sup>182</sup> La citata Direttiva fa riferimento al Capitolo 1 del Titolo 4 del Libro IV del Codice francese delle assicurazioni.

<sup>183</sup> In Italia l'esercizio di tali assicurazioni è riservato a determinati enti pubblici previdenziali.

<sup>184</sup> Nella citata Direttiva questo ramo è chiamato "*permanent health insurance*" e si fa diretto riferimento alla prassi assicurativa del Regno Unito e dell'Irlanda. Si veda nel dettaglio Miani S., *I prodotti assicurativi*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2010, p. 13.

rischio morte si distingue, a sua volta, in assicurazione a vita intera ovvero a tempo determinato. Con riferimento alla prima tipologia, la prestazione dell'impresa di assicurazione è certa sul "se" e incerta sul "quando" si manifesterà. Il contraente è tenuto a pagare un premio, normalmente annuo, per tutta la vita ovvero per un certo lasso temporale. Con riferimento alla seconda tipologia, l'assicurazione sulla vita per il caso morte a tempo determinato, l'impresa di assicurazione si impegna a riconoscere la somma contrattualmente prestabilita, il cosiddetto capitale assicurato, solo se la morte si verifica prima di una stabilita scadenza.

L'assicurazione sulla vita stipulata a copertura del "rischio" di sopravvivenza, invece, può garantire il riconoscimento di un capitale o di una rendita differita, a seguito della corresponsione del premio per l'intera durata contrattuale. In sostanza, l'impresa di assicurazione si impegna a riconoscere all'avente diritto una somma di denaro (capitale) o una cedola periodica (rendita differita) qualora l'assicurato sia ancora in vita alla data contrattualmente prestabilita. La rendita differita, a sua volta, può essere principalmente di due tipi: vitalizia, nel caso in cui sia stato convenuto di riconoscerla per tutta la durata della vita dell'assicurato, oppure, alternativamente, temporanea, qualora sia stato fissato un periodo limitato di erogazione. L'assicurazione sulla vita per il caso sopravvivenza può prevedere altresì l'impegno da parte dell'impresa di assicurazione di riconoscere da subito, ossia dal momento di efficacia del contratto, una rendita immediata (cedola periodica) a fronte del pagamento di un premio anticipato da parte del contraente.

Queste tipologie di prodotti possono prevedere anche la cosiddetta clausola di controassicurazione, tramite la quale l'impresa di assicurazione si impegna a riconoscere all'avente diritto un capitale, costituito dai premi versati – epurati dalle spese di gestione ed eventualmente rivalutati – anche nel caso in cui l'evento morte accada prima della scadenza contrattuale<sup>185</sup>.

Le assicurazioni rientranti nel ramo I possono comprendere in un'unica polizza assicurativa prestazioni a carico dell'impresa di assicurazione sia nel caso morte sia nel caso di sopravvivenza; si tratta delle cosiddette assicurazioni sulla vita "miste".

Tenuto conto dello sviluppo di strumenti a elevata tecnologia finanziaria, progettati per garantire orizzonti di investimento a medio-lungo termine (ad esempio, i fondi di investimento) senza comprendere alcuna tutela a fronte del rischio legato al ciclo della vita umana, le imprese di assicurazione, spinte dalla competitività del mercato finanziario, hanno sviluppato prodotti che oltre alla

---

<sup>185</sup> Forni S., *Assicurazioni e impresa. Manuale professionale di diritto delle assicurazioni private*, Giuffrè Editore, Milano, 2009, p. 452.

componente di protezione tipicamente assicurativa forniscono una componente finanziaria di garanzia dei risultati economici delle polizze medesime.

In risposta all'andamento dei mercati finanziari, negli anni settanta, il settore sviluppava le cosiddette polizze rivalutabili. Queste sono una particolare tipologia di prodotti di ramo I, nei quali la prestazione, che si traduce in un tasso minimo di rendimento garantito, è calcolata in base ai risultati di gestione di titoli, le cosiddette gestioni separate, per lo più rappresentate da titoli di Stato, acquistate a copertura delle riserve tecniche. La prestazione pertanto è legata a due variabili incerte: il quando si verifica l'evento della vita umana scatenante la prestazione medesima, e il *quantum* l'impresa di assicurazione riesce a riconoscere all'assicurato oltre al tasso minimo garantito. Il risultato della gestione separata, in misura percentuale sull'intero patrimonio gestito, è poi attribuito annualmente alle singole polizze, al netto delle spese di gestione trattenute dall'impresa di assicurazione. La rivalutazione della somma versata varia quindi annualmente. Vi sono anche polizze che prevedono una rivalutazione minima a carico dell'impresa di assicurazione.

### Prodotti di ramo II

Le assicurazioni di nuzialità e natalità sono tuttora presenti nel CAP ma in sostanza poco utilizzate dal mercato<sup>186</sup>, in quanto sono state costruite in un momento storico in cui la nuzialità o la nascita della prole erano considerati eventi in cui l'assicurato avesse necessariamente bisogno di sicurezza<sup>187</sup>. Infatti, l'assicurazione di nuzialità o natalità prevede il pagamento di un capitale nel caso in cui il matrimonio o la nascita avvenga entro la scadenza o il periodo di efficacia del contratto.

### Prodotti di ramo III

Le evoluzioni geopolitiche tese alla creazione di una moneta unica a livello europeo, comportavano, in particolare, politiche basate sulla contrazione del debito pubblico, con un abbassamento dei tassi di interesse e privatizzazioni. Ciò considerato, si ricercavano nuovi strumenti per attirare la capacità di investimento dei contraenti, volti principalmente verso i mercati azionari, a differenza delle polizze rivalutabili agganciate ai titoli di Stato.

Nel corso degli anni Novanta, il settore assicurativo pertanto si preparava ad assecondare l'esigenza di diversificazione del portafoglio di investimento

---

<sup>186</sup> Ad esempio, con riferimento al mercato assicurativo italiano, l'andamento della raccolta premi relativo al ramo II (lavoro diretto italiano) dall'anno 2006 al 2015 risulta pari a zero e costante nel tempo. Si veda nel dettaglio IVASS, *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2015*, Roma, 2016, p. 43.

<sup>187</sup> L'assicurazione di nuzialità e natalità era peraltro prevista obbligatoriamente ai sensi del Regio Decreto-Legge 19 aprile 1939, n. 636, successivamente abrogato con Legge 26 agosto 1950, n. 860.

offrendo prodotti i cui rendimenti dipendevano dall'andamento del mercato azionario, quali le cosiddette polizze *index linked*, con risultati indicizzati all'andamento di indici di borsa, ovvero caratterizzate da sottostanti di investimento maggiormente diversificati e flessibili, quali le cosiddette polizze *unit linked*, agganciate all'andamento di fondi di investimento (interni o esterni all'impresa di assicurazione).

Le polizze *linked* sono classificate come prodotti assicurativi vita appartenenti al ramo III.

La componente finanziaria delle *unit linked*, ossia il tasso di interesse mediante il quale calcolare il valore attuale delle eventuali liquidazioni future, dipende dall'andamento di fondi di investimento che possono essere interni, appositamente costituiti e gestiti dall'impresa di assicurazione, ovvero esterni, costituiti quindi da Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) e da Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV), che operano prevalentemente su attivi, quali titoli con differente profilo di rischio, ovvero crediti oppure valori immobiliari. La prestazione che discende da questa tipologia di contratti di assicurazione è rappresentata dal riconoscimento di un capitale o di una rendita a carico dell'impresa di assicurazione, di entità non certa né predeterminabile al momento dell'acquisto del prodotto in quanto dipende dal valore delle quote dei fondi oggetto dell'investimento.

Di norma, il contraente sceglie in quale fondo investire ad esempio in base al peso della componente azionaria sul totale delle quote; tramite un'operazione di *switch*, ove consentito dalla normativa, è possibile disinvestire dal vecchio fondo investendo contestualmente in un altro più rispondente alle proprie esigenze di investimento.

Le polizze *unit linked* si distinguono prevalentemente per il soggetto su cui ricade il rischio finanziario. Nelle *unit linked* "pure", il rischio finanziario si manifesta in capo al contraente/beneficiario, al quale l'impresa di assicurazione, al verificarsi dell'evento della vita umana ovvero alla scadenza del contratto, corrisponde un capitale o una rendita, che potrebbe risultare inferiore al valore dei premi pagati<sup>188</sup> o pari a zero qualora il fondo avesse registrato un andamento negativo alla data dell'evento.

Per contro, nelle cosiddette *guaranteed unit linked* il rischio finanziario è assorbito dall'impresa di assicurazione; in tale ipotesi, ove ricorra l'evento scatenante la prestazione, viene riconosciuto al contraente il valore dei premi

---

<sup>188</sup> Si considera il valore attuariale dei premi versati che si ottiene attribuendo un peso, rappresentato dalla probabilità che l'evento accada, ai premi capitalizzati alla data della manifestazione dell'evento medesimo.



versati<sup>189</sup> e, ove previsto, un rendimento minimo, indipendentemente dall'andamento del fondo di investimento.

Sono presenti anche forme miste, ossia le cosiddette *partial guaranteed unit linked*, ove la garanzia rilasciata dall'impresa di assicurazione riguarda una parte del capitale assicurato.

Vi sono numerose sentenze, anche discordanti, che affrontano la questione relativa alla natura delle polizze *linked*, con particolare riferimento alla classificazione finanziaria/assicurativa e alle relative regole di collocamento.

In relazione alle *unit linked*, si sancisce “l'assoluta aleatorietà del contratto che, indipendentemente dal *nomen iuris*, si sostanzia nell'acquisto di uno strumento finanziario, ossia di una quota di un fondo comune, peraltro prevalentemente di natura azionaria con maggiore possibilità di oscillazione del valore sulla base dell'andamento delle borse”<sup>190</sup>. Si considerano le polizze *unit linked* strumenti a prevalente finalità speculativa più che assicurativa/previdenziale, “nella pratica si può dire che le polizze *unit linked* sono un modo indiretto di comprare fondi comuni di investimento: infatti, i premi versati dall'assicurato, invece di essere investiti in titoli di Stato e altre obbligazioni a tasso fisso, vengono investiti in fondi, sicché il rendimento della polizza è strettamente legato alla rivalutazione del fondo prescelto”<sup>191</sup>.

In relazione al rischio demografico del prodotto *unit linked*, si sostiene che “anche ritenendo sussistente la componente finanziaria nella polizza in questione, non ne viene meno il carattere fondamentale, che è quello di assicurare al beneficiario un certo trattamento economico, sia pure con la valorizzazione delle quote di fondo risultanti in occasione dell'evento morte del contraente; [...] che in capo alla compagnia assicuratrice incombe il rischio demografico, inteso quale differenza tra la durata della vita del contraente e la durata media della vita, con la possibilità per il contraente in vita di esercitare una serie di opzioni (rendita annua - rendita annua e poi rendita vitalizia - rendita annua da corrispondere finché entrambi gli assicurati sino in vita, reversibile a favore del sopravvissuto) che, appunto, esaltano quel rischio”<sup>192</sup>.

---

<sup>189</sup> Si considera il valore attuariale dei premi versati; si veda la nota che precede.

<sup>190</sup> Si veda nello specifico *Tribunale Trani, 11 marzo 2008*, in Nuova giurisprudenza civile commentata, I, 2009, pp. 130 ss.

<sup>191</sup> Si veda nello specifico *Tribunale di Busto Arsizio, 6 novembre 2009*, Banca Borsa Titoli di Credito, II, 2012, p. 69.

<sup>192</sup> Con riferimento alla necessità di tenere conto, nelle pratiche di vendita, della normativa applicabile ai prodotti finanziari – in particolare ai sensi del Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) – si sanciva che con riferimento alla polizza *unit linked* “in caso di morte dell'assicurato era garantito il pagamento di una somma pari al controvalore delle quote del fondo interno associato alla polizza, presenti sulla polizza stessa al verificarsi dell'evento; in caso di morte, la compagnia garantiva il pagamento di un importo ottenuto moltiplicando il

Le prestazioni delle polizze *index linked* invece sono collegate al valore di un indice azionario di borsa o di un altro valore di riferimento, al fine che sia garantito il valore di acquisto dei titoli e il relativo rendimento. Anche per questa fattispecie, l'impresa di assicurazione non risponde nei confronti del contraente in caso di perdita del valore investito o di mancato rendimento.

#### Prodotti di ramo V

Il ramo V è rappresentato dai contratti di capitalizzazione che consistono in operazioni in cui l'impresa di assicurazione investe il risparmio del contraente e si impegna a restituirlo maggiorato nel corso del tempo con gli interessi contrattualmente pattuiti e con eventuali guadagni – oltre gli interessi pattuiti – derivanti dalle scelte di investimento effettuate.

I contratti di capitalizzazione differiscono sostanzialmente dalle altre polizze vita per l'assenza dell'ipotesi connessa al rischio demografico, sconnettendo di fatto le condizioni economiche e la prestazione dell'impresa di assicurazione dagli accadimenti della vita umana.

Sotto il profilo previdenziale il contratto di capitalizzazione mantiene alcune caratteristiche dei prodotti assicurativi specialmente in ragione della durata minima del contratto medesimo, che di norma non può essere inferiore a cinque anni. Questa peculiarità differenzia notevolmente le polizze di ramo V da qualsiasi altra operazione di capitalizzazione effettuata dalle banche, non sottoposte a particolari condizioni di durata.

Un'altra fondamentale caratteristica che differenzia il contratto di capitalizzazione da altri prodotti di puro investimento è la redditività dell'investimento che l'impresa di assicurazione garantisce al contraente, caricandosi il rischio finanziario delle scelte di investimento, contrariamente a quanto previsto per gli altri prodotti finanziari assicurativi di ramo III. Oltre al tasso contrattualmente

---

controvalore delle quote presenti sulla polizza per determinati coefficienti, correlati all'età dell'assicurato al momento del decesso. Così ricostruiti i termini del contratto, il giudice ne ha dedotto che esso non presentava alcuna assunzione di rischio da parte dell'assicuratore (il costo della copertura per il caso di morte era detratto dal premio netto; al beneficiario non erano garantiti né un rendimento minimo, né la restituzione del valore nominale del capitale versato al verificarsi dell'evento morte) e che piuttosto l'unico rischio era posto a carico dell'assicurato come conseguenza della maggiore o minore redditività del fondo le cui quote aveva acquistato". "La conseguenza è stata l'applicazione della normativa all'epoca vigente per un ordinario prodotto finanziario ed, in particolare, degli articoli 21 e 23 del TUF (obbligo per gli operatori di acquisire dai clienti le informazioni necessarie e di tenerli sempre adeguatamente informati; inversione dell'onere della prova, nei giudizi risarcitori, circa l'adozione della specifica diligenza prevista), nonché degli articoli 28 e 29 del Regolamento CONSOB n. 11522/98 (obbligo di profilatura dell'investitore circa la sua esperienza, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi e la sua propensione al rischio; obbligo per l'intermediario di astenersi dall'effettuare operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione)". Si veda nel dettaglio Cassazione Civile, Sez. III, n. 6061, 18 aprile 2012.

garantito, che l'impresa di assicurazione deve riconoscere al contraente indipendentemente dall'effettivo risultato della gestione finanziaria dell'investimento, quest'ultima può retrocedere un ulteriore guadagno corrispondente ai maggiori utili percepiti dall'attività gestoria delle risorse.

### Prodotti di ramo VI

Il sistema previdenziale inizia a svilupparsi in Europa nella seconda metà del diciannovesimo secolo come mezzo di sostentamento durante gli ultimi anni di vita non lavorativi di una persona. La previdenza sociale, gestita direttamente dai pubblici poteri o tramite soggetti pubblici che rappresentano l'espressione dello Stato, è mantenuta tramite i contributi versati dal lavoratore autonomo o dipendente, nonché dal proprio datore di lavoro, attraverso diversi meccanismi contributivi, principalmente tramite il cosiddetto schema a ripartizione o a capitalizzazione<sup>193</sup>. Nel tempo la previdenza sociale è stata integrata con altre forme pensionistiche cosiddette complementari a contribuzione volontaria, tra cui i fondi pensione negoziali, i fondi pensione aperti e i piani individuali pensionistici. Con riferimento ai primi, detti anche fondi chiusi, sono soggetti dotati di personalità giuridica e con propri organi di amministrazione e controllo. I fondi negoziali originano da contratti o accordi collettivi che individuano, tra l'altro, il gruppo dei destinatari a cui si rivolge il fondo in base all'appartenenza a un determinato settore professionale; l'adesione a tali fondi è pertanto realizzata solo su base collettiva. L'attività del fondo consiste sostanzialmente nella raccolta delle risorse degli aderenti e nell'affidamento a competenti soggetti terzi della relativa attività di gestione finanziaria, in base alle linee guida definite nell'ambito della politica di investimento, approvata dall'organo amministrativo del fondo medesimo, nell'esclusivo interesse degli aderenti e beneficiari.

Le prestazioni economiche erogate dal fondo negoziale dipendono dal regime di contribuzione prescelto; quindi nel regime di contribuzione definita la prestazione è legata alla capitalizzazione dei contributi versati nel tempo dall'aderente, mentre nel regime di prestazioni definite, la prestazione è invece legata per lo più al proprio reddito.

Con riferimento ai fondi pensione aperti, invece, questi sono forme pensionistiche complementari, non dotati di personalità giuridica, e istituiti direttamente da banche, società di intermediazione mobiliare, imprese di assicurazione. A differenza di quando previsto per il fondo negoziale, l'adesione può avvenire anche in forma individuale e non solo collettiva. Le prestazioni riconosciute dalle società istitutrici si configurano come operazioni di capitalizzazione che possono anche prevedere coperture del caso morte o infortuni.

---

<sup>193</sup> Per maggiori dettagli sulla nascita del sistema previdenziale e sui meccanismi di contribuzione della previdenza sociale, si veda il Capitolo I.

Con riferimento infine ai piani individuali pensionistici, questi sono prodotti assicurativi di un'impresa di assicurazione esercitante il ramo vita che però prevedono forme di copertura di tipo previdenziale. Le risorse del piano individuale pensionistico sono investite come patrimonio autonomo e separato rispetto agli altri patrimoni dell'impresa di assicurazione.

## **1.2. Le obbligazioni delle parti**

Il calcolo del premio per i prodotti assicurativi vita è di norma il risultato di previsioni statistiche che si basano sulle tavole di mortalità e sopravvivenza<sup>194</sup>. Al fine della determinazione del premio, è considerato dapprima l'indice di probabilità dell'evento, ossia il rischio demografico legato all'evento e la relativa quantificazione economica al tempo zero, e successivamente la capitalizzazione, che tiene conto degli interessi riscossi nel tempo dall'assicurato e che fa emergere in capo all'impresa il rischio di investimento derivante dalla possibilità che quanto realizzato investendo le risorse sul mercato non sia sufficiente a coprire la somma contrattualmente pattuita a favore del contraente. Il processo di definizione del premio richiede l'intervento di una serie di competenze tecniche, come ad esempio la funzione attuariale cui il nuovo regime di vigilanza prudenziale *Solvency II* attribuisce specifici ruoli e responsabilità anche con riguardo alla valutazione delle ipotesi statistiche e finanziarie sottese al calcolo dei premi. Parte del premio andrà a costituire le cosiddette riserve tecniche, poste a garanzia delle obbligazioni assunte nei confronti degli assicurati.

Le imprese di assicurazione hanno nel tempo definito varie formule per il pagamento del premio, tenendo conto delle esigenze del mercato. Il premio unico consente di pagare una volta sola il prodotto assicurativo mentre il premio periodico richiede un pagamento ricorrente nel tempo. In base agli accordi contrattuali, il premio può essere inoltre costante ovvero crescente, nel caso ad esempio delle polizze indicizzate aventi a riferimento un indice di rivalutazione (come *infra* rappresentato) o con premio naturale, ossia legato all'età dell'assicurato.

In relazione alla prestazione dell'impresa di assicurazione, per capitale assicurato si intende una somma di denaro pagata in un'unica soluzione, la cui erogazione è normalmente prevista per i prodotti vita caso morte; mentre, per rendita si intende una cedola periodica pagata per la vita residua dell'assicurato o del beneficiario, la cui erogazione è normalmente prevista per i prodotti vita caso sopravvivenza.

Il capitale assicurato e la rendita sono il risultato di operazioni di capitalizzazione dell'impresa di assicurazione delle somme percepite dal contraente tramite il pagamento del premio. La capitalizzazione delle somme di denaro nel tempo può

---

<sup>194</sup> Miani S., *I prodotti assicurativi*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2010, p. 25.

derivare dall'applicazione di un saggio di interesse all'ammontare dei premi percepito, oppure dal raccordo con artifici finanziari più complessi, come avviene per le polizze rivalutabili o i prodotti di ramo III; o ancora, è previsto l'adeguamento delle prestazioni all'andamento di un indice di riferimento, che determina il variare sia del premio sia della somma assicurata, le cosiddette assicurazioni indicizzate.

### **1.3. Il business vita in Europa**

Il settore assicurativo gioca un ruolo fondamentale nel sistema socio-economico europeo sia perché rappresenta uno strumento trasferimento del rischio sia in quanto meccanismo di stimolo degli investimenti e risparmi privati nonché di sviluppo del mercato dei capitali<sup>195</sup>. Come strumento di trasferimento del rischio, le imprese di assicurazione prendono il rischio che i soggetti coprono comprando un prodotto assicurativo. Le imprese riducono il livello di rischio tramite una diversificazione del portafoglio per la cosiddetta legge dei grandi numeri in ragione del fatto che il rischio da queste sopportato è inferiore alla somma di tutti i rischi che altrimenti dovrebbero sopportare gli individui.

È uno strumento di sviluppo dell'economia in quanto i premi pagati dagli assicurati sono poi investiti tramite i mercati del capitale, stimolando potenzialmente la crescita. Infatti, le imprese di assicurazione sono uno dei più grandi investitori istituzionali in Europa, detenendo circa 9.9 trilioni di euro di *assets* nel 2014<sup>196</sup>.

Nonostante il periodo prolungato di bassi tassi di interesse, le imprese di assicurazione europee continuano a crescere in termini di premi che ammontano a circa 636 bilioni di euro nel 2014, ossia con una crescita di circa il 5,4% rispetto all'anno precedente. I primi quattro Paesi per premi vita incassati – ossia Regno Unito, Francia, Italia e Germania – mantengono nel tempo una posizione dominante sul mercato detenendo nel 2014 circa il 71% del totale dei premi vita europei. Come evidenziato da Insurance Europe, in particolare con riferimento all'anno 2014, ci sono forti differenze tra questi quattro citati mercati<sup>197</sup>. La crescita è stata guidata prevalentemente dall'Italia (29,9%) specialmente in ragione dei rendimenti riconosciuti agli assicurati – superiori a quelli riconosciuti da altri prodotti di risparmio – e dallo sviluppo del canale *bancassurance*, tramite il quale sono distribuiti prodotti assicurativi vita con un rendimento minimo garantito.

---

<sup>195</sup> Davis E. P., *Financial market activity of life insurance companies and pension funds*, Economic Paper N. 21, Bank for International Settlements, 1988, p. 5

<sup>196</sup> Per un'analisi più dettagliata del settore assicurativo nell'ambito della cosiddetta *capital markets union*, si rimanda alla Sezione III del presente Capitolo.

<sup>197</sup> Insurance Europe, *European Insurance in Figures: 2014 data*, Statistics N. 51, 2015, p. 11.

Il settore assicurativo inglese invece ha subito una decrescita nel 2014 (-4,7%), mentre quello francese è cresciuto, quasi raddoppiato rispetto al 2013, e la crescita del settore assicurativo tedesco è stata sempre positiva ma leggermente diminuita con una diminuzione dei rendimenti garantiti ai nuovi prodotti sottoscritti dal 2015<sup>198</sup>.

Con riferimento invece al parametro relativo alla densità (*i.e.* ammontare premi *pro capite*), nell'anno 2014 la spesa media per prodotti assicurativi vita è aumentata di circa 60 euro rispetto all'anno precedente e ammonta a 1.200 euro *pro capite*, a confronto con circa 206 euro per i prodotti malattia e circa 564 euro per i prodotti assicurativi non vita<sup>199</sup>.

Come ulteriore parametro di monitoraggio dell'assicurazione è comunemente usato l'indice di penetrazione. Questo è di norma considerato come indicatore del *business* assicurativo, espresso in termini percentuali come rapporto tra premi e *Gross Domestic Product* (GDP). Con riferimento al settore assicurativo vita europeo, l'indice di penetrazione nel periodo 2004-2014 è stato sostanzialmente costante e nel 2014 è risultato pari a circa 4,55%<sup>200</sup>.

### 1.3.1. Il campione

I dati riportati nel presente elaborato con riferimento ai premi assicurativi vita riguardano un campione di Paesi europei. Il campione è stato selezionato in base alla percentuale di contributo alla produzione vita a livello europeo nell'anno 2014.

Di seguito si riportano i dati relativi alla produzione vita europea, divisa per Paese, e la relativa percentuale sul totale collocato nel 2014.

*Tabella 3.2. Produzione vita a livello europeo nell'anno 2014.*

Paese	EUR	Peso sul totale (%)
UK - United Kingdom	175.783,88	24,65
FR- France	128.948,00	18,08
IT - Italy	110.518,00	15,50
DE- Germany	93.673,00	13,14
<b>TOTALE</b>	<b>713.021,30</b>	<b>71,37</b>

*Fonte: elaborazioni interne da dati di Insurance Europe, Statistics N. 50: European Insurance in Figures, 2015.*

<sup>198</sup> Insurance Europe, *European Insurance in Figures: 2014 data*, Statistics N. 51, 2015, p. 11.

<sup>199</sup> Insurance Europe, *European Insurance in Figures: 2014 data*, Statistics N. 51, 2015, p. 13.

<sup>200</sup> Insurance Europe, *European Insurance in Figures: 2014 data*, Statistics N. 51, 2015, p. 8.

Dalla Tabella 3.2 si può evincere che, nel periodo di riferimento, i principali Paesi europei in termini di raccolta vita sono stati, in ordine decrescente:

- Regno Unito;
- Francia;
- Italia;
- Germania.

In particolare, cumulativamente considerati, in tali Paesi la raccolta ha superato il 70% della raccolta complessiva a livello europeo.

Nell'ambito dell'analisi degli investimenti, come illustrato nella trattazione che segue, è stato considerato un ulteriore Paese (Paesi Bassi) in ragione dell'ammontare significativo degli *assets* detenuti dalle imprese di assicurazione vita. Invece, ai fini della presente analisi sono stati inclusi i Paesi che avessero un'incidenza almeno superiore al 10% sulla raccolta complessiva europea.

### **1.3.2. I premi vita**

Data la natura dei propri investimenti, come rappresentati nella trattazione che segue, uno scenario di bassi tassi di interesse, come quello sperimentato negli anni correnti, rappresenta un forte rischio per le imprese di assicurazione operanti nel *business* vita, prevalentemente in ragione dei rendimenti contrattualmente pattuiti a favore dei contraenti.

In linea generale, questo potrebbe portare ad adottare politiche di investimento orientate a portafogli di attività più rischiosi al fine di adempiere agli impegni di rendimenti garantiti, indipendentemente dalla loro effettiva capacità gestoria. O ancora, le imprese di assicurazione potrebbero potenziare l'offerta di prodotti a elevato profilo finanziario, come quelli di ramo III o V<sup>201</sup>.

Con riferimento alla Germania, è possibile notare una sostanziale continuità nella tipologia di prodotti offerti. A titolo esemplificativo, di seguito (Figura 3.1) si riportano le percentuali dei premi vita, distinti per *non-linked* e *linked contracts*, intendendo quest'ultimi come i prodotti a elevato profilo finanziario.

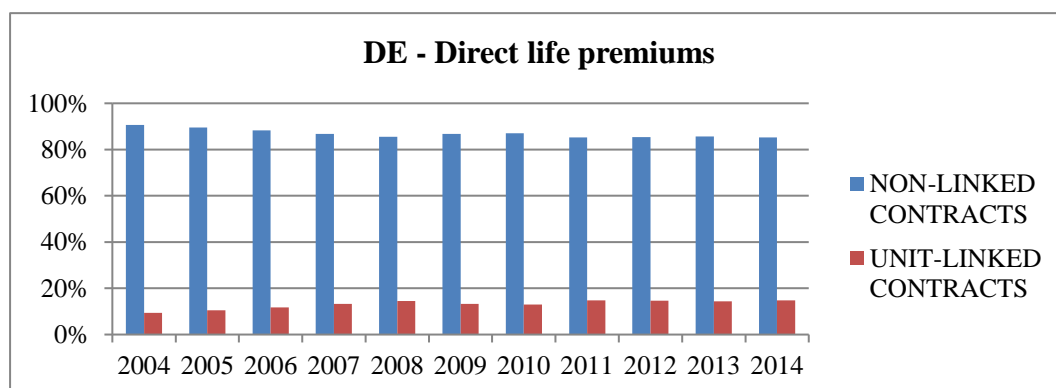
Come rappresentato nella Figura 3.1, la raccolta dei prodotta vita risulta pressoché costante in termini di rapporto tra prodotti *non-linked* e *linked*.

Al fine di verificare l'effettivo andamento della produzione vita, si riportano di seguito il dettaglio per i principali rami di *business*.

---

<sup>201</sup> Per maggiori dettagli sulle imprese di assicurazione vita nel contesto di riferimento caratterizzato da bassi tassi di interesse, si rimanda alla trattazione che segue alla Sezione II del presente Capitolo.

Figura 3.1. Premi vita da lavoro diretto raccolti sul mercato interno tedesco.



*Note: le percentuali sono calcolate sul totale dei premi vita sottoscritti nel mercato interno da imprese di assicurazioni domestiche.*

*Fonte: elaborazioni interne da dati di Insurance Europe, Statistics N. 50: European Insurance in Figures, 2015.*



*Tabella 3.3. Premi vita del mercato italiano divisi per ramo.*

Italy											
Ramo / Anno	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
I	45,87%	46,10%	47,20%	44,22%	57,60%	79,81%	75,29%	76,76%	73,43%	76,33%	74,72%
II	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III	37,72%	35,92%	39,47%	47,29%	34,01%	12,00%	17,10%	16,92%	19,79%	18,23%	19,76%
IV	0,03%	0,03%	0,03%	0,05%	0,05%	0,03%	0,03%	0,04%	0,06%	0,06%	0,06%
V	16,08%	17,28%	12,88%	7,27%	5,86%	6,26%	5,72%	4,24%	4,04%	3,86%	4,18%
VI	0,30%	0,67%	0,41%	1,17%	2,49%	1,90%	1,86%	2,05%	2,68%	1,52%	1,28%

*Fonte: elaborazioni interne su dati forniti da IVASS, Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2015, Roma, 2016.*

Il mercato assicurativo italiano (Tabella 3.3) continua nel tempo a orientare la produzione vita verso prodotti tradizionali di ramo I (75% nel 2014). La produzione di ramo III (20% nel 2014) rimane inferiore rispetto a quella di ramo I ma crescente negli ultimi tre anni (2012-2014). Mentre i contratti di capitalizzazione di ramo V sono sostanzialmente costanti negli ultimi anni (4% nel 2014), in forte riduzione rispetto dieci anni fa.

*Tabella 3.4. Premi vita del mercato inglese divisi per ramo.*

United Kingdom							
Ramo / Anno	2007	2008	2009	2010	2011	2013	2014
<i>Annuities</i> (ramo I)	16%	23%	22%	22%	22%	15%	15%
<i>Unit linked</i> (ramo III)	72%	65%	66%	66%	68%	79%	77%
Other life insurance	13%	12%	12%	11%	10%	7%	8%

*Fonte: elaborazioni interne sui dati forniti da ABI; Statistics Life Insurers, 2016.*

Il mercato assicurativo inglese (Tabella 3.4) continua nel tempo a orientare la produzione vita verso prodotti *unit linked* di ramo III (77% nel 2014). La produzione di ramo I (15% nel 2014) rimane inferiore rispetto a quella di ramo III e decrescente negli due anni (2013-2014).

*Tabella 3.5. Premi vita del mercato francese divisi per ramo.*

France							
Ramo / Anno	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
<i>Contrats individuels et collectifs</i> (ramo I)	80%	79%	80%	79%	78%	76%	
<i>Contrats individuels et collectifs en UC</i> (ramo III)	13%	13%	13%	14%	15%	16%	
<i>Contrats de capitalisation</i> (ramo V)	6%	6%	4%	4%	4%	4%	
<i>Contrats branche 26 et PERP</i> (ramo VI)	2%	2%	2%	3%	3%	3%	

*Fonte: elaborazioni interne sui dati forniti da ACPR, Statistics, 2016.*

Analogamente al mercato italiano, il mercato assicurativo francese (Tabella 3.5) continua nel tempo a orientare la produzione vita verso prodotti tradizionali di ramo I (76% nel 2014). La produzione di ramo III (16% nel 2014) rimane inferiore rispetto a quella di ramo I ma crescente negli ultimi tre anni (2012-

2014). Mentre i contratti di capitalizzazione di ramo V sono sostanzialmente costanti negli ultimi anni (4% nel 2014), come per il mercato italiano.

### **1.3.3. Le riserve tecniche vita**

Il premio incassato dalle imprese di assicurazione è accantonato in misura sufficiente a garantire gli impegni assunti nei confronti dei contraenti/beneficiari nell'ambito delle pattuizioni contrattuali. L'impresa di assicurazione accantona il premio già depurato dagli oneri di caricamento, quali le commissioni a favore dell'intermediario, le spese di gestione a carico dell'impresa, *etc.*

L'impresa di assicurazione è tenuta ad accantonare le risorse in ragione delle peculiarità che contraddistinguono il *business* assicurativo da quello di altre imprese del settore finanziario, quali ad esempio le banche. Il *business* assicurativo è caratterizzato dall'inversione del ciclo produttivo in cui i ricavi della produzione precedono i costi. In particolare, le imprese di assicurazione incassano i premi derivanti dalla stipula dei contratti assicurativi e sostengono successivamente i costi legati all'erogazione delle prestazioni, in caso si manifesti l'evento assicurato.

A fronte dei prodotti offerti sul mercato e quindi degli impegni assunti nei confronti degli assicurati, l'impresa di assicurazione costituisce le riserve tecniche, o *technical provisions* in *Solvency II*. Queste ultime rappresentano buona parte delle passività del bilancio assicurativo e sono accantonate tramite calcoli statistico-attuariali al fine di prevedere tutti i fattori che determineranno l'esborso di denaro a favore del beneficiario (età, attività lavorativa, abitudini dell'assicurato, *etc.*).

Le riserve tecniche si differenziano dalle riserve costituite per accantonare utili di esercizio non distribuiti (riserve patrimoniali) in quanto rappresentano ricavi potenziali già incassati ma non certamente maturati. Sono passività dello stato patrimoniale, a fronte delle quali l'impresa di assicurazione effettua investimenti. Tali attivi devono garantire adeguati ritorni di capitale affinché l'impresa di assicurazione sia adempiente nei confronti dei contraenti/beneficiari<sup>202</sup>.

Nell'ambito del nuovo regime di vigilanza prudenziale *Solvency II*, le riserve tecniche devono essere calcolate secondo specifiche metodologie tecniche e dettami normativi<sup>203</sup>. Il principio generale di *Solvency II* è quello di valutare le riserve tecniche secondo logiche di mercato. Ai sensi dell'articolo 75 della Direttiva 2009/138/CE, il Legislatore ha stabilito tra l'altro che "le passività sono

---

<sup>202</sup> In sostanza, gli investimenti delle imprese di assicurazione dipendono in via prevalente dalla tipologia dei prodotti offerti (si rimanda alla trattazione successiva in relazione agli investimenti delle imprese di assicurazione vita).

<sup>203</sup> In particolare, si veda l'articolo 76 della Direttiva n. 2009/138/CE e il Capo II del Regolamento Delegato UE n. 35/2015.

valutate all'importo al quale potrebbero essere trasferite, o regolate, tra parti consapevoli e consenzienti in un'operazione svolta alle normali condizioni di mercato”.

Le riserve tecniche dipendono dalla tipologia di *business* operato.

Generalmente, le riserve tecniche delle imprese di assicurazione non vita – per esempio quelle legate a prodotti di assicurazione sulla casa, salute, veicoli – sono caratterizzate dai seguenti principali fattori<sup>204</sup>:

- breve durata (1-5 anni);
- media esigenza di liquidità, in quanto il contraente può recedere ma l'impresa non riconosce un valore di riscatto;
- non riconoscono rendimenti a favore del contraente;
- sono meglio coperte da investimenti liquidi e di breve termine.

Invece, le riserve tecniche delle imprese di assicurazione vita si compongono prevalentemente di due tipi. Un primo tipo è rappresentato dalle riserve tecniche accantonate dalle imprese di assicurazione vita a fronte di prodotti tradizionali in cui la medesima si assume il rischio dell'operazione (rischio demografico e rischio finanziario). Queste sono caratterizzate dai seguenti principali fattori:

- lunga durata (più di 8 anni);
- bassa esigenza di liquidità, in quanto il contraente di norma non può riscattare, ovvero può riscattare a fronte del pagamento di penali;
- possono essere riconosciuti rendimenti a favore del contraente;
- sono meglio coperte da investimenti di lungo periodo.

Un secondo tipo di riserve tecniche vita è rappresentato dalle riserve tecniche accantonate dalle imprese di assicurazione vita a fronte di prodotti per i quali il rischio di investimento è a carico dei contraenti, quali i prodotti *unit* e *index linked*.

Queste sono caratterizzate dai seguenti principali fattori:

- media durata (5-8 anni);
- alta esigenza di liquidità in quanto, per esempio, il contraente può cambiare la combinazione dei fondi di investimento, a fronte del pagamento del costo dell'operazione;
- sono riconosciuti rendimenti a favore del contraente in base all'andamento del sottostante in cui ha deciso di investire;

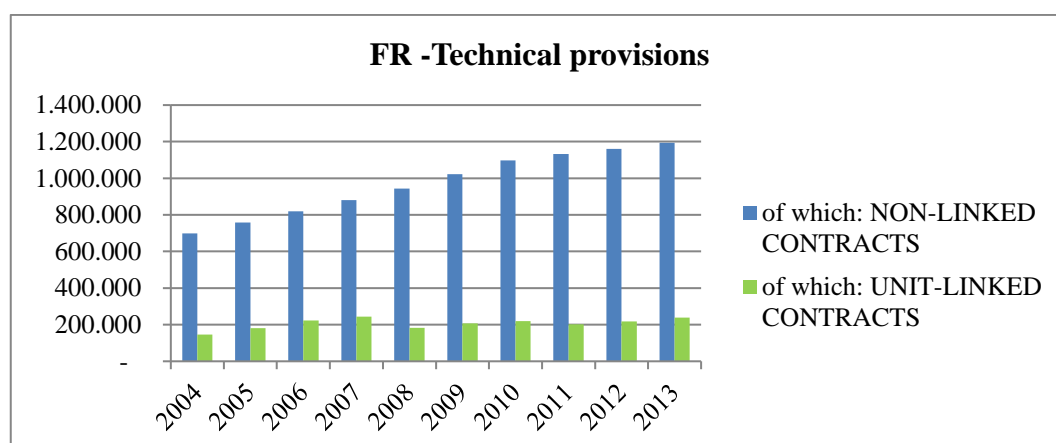
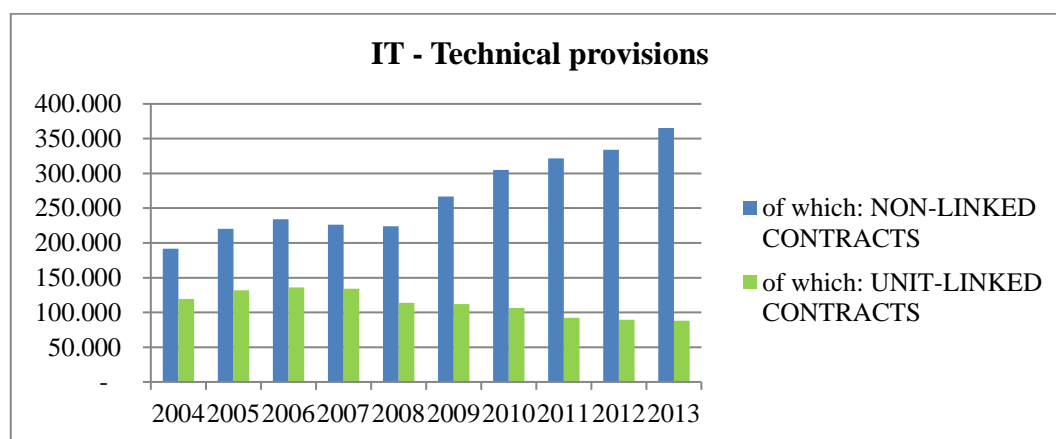
---

<sup>204</sup> Insurance Europe & Oliver Wyman, *Funding the future*, 2013, p. 14.

- sono meglio coperte da strategie di investimento orientate alla massimizzazione dei rendimenti anche a discapito di un aumento del profilo di rischio.

Le riserve tecniche per i prodotti vita tradizionali sono di ammontare differente rispetto a quello accantonato per i prodotti *linked*. In particolare, risultano più consistenti quelle accantonate a fronte di prodotti tradizionali in ragione del fatto che l'impresa di assicurazione si è impegnata a riconoscere al contraente un certo rendimento e/o capitale per un certo tempo. Mentre, nel caso dei prodotti *linked*, al netto di particolarità, l'impresa di assicurazione non risponde nei confronti del contraente dell'investimento da quest'ultimo effettuato, accumulando quindi teoricamente un ammontare inferiore di riserve tecniche.

*Figura 3.2. Andamento delle riserve tecniche vita in Italia e in Francia.*

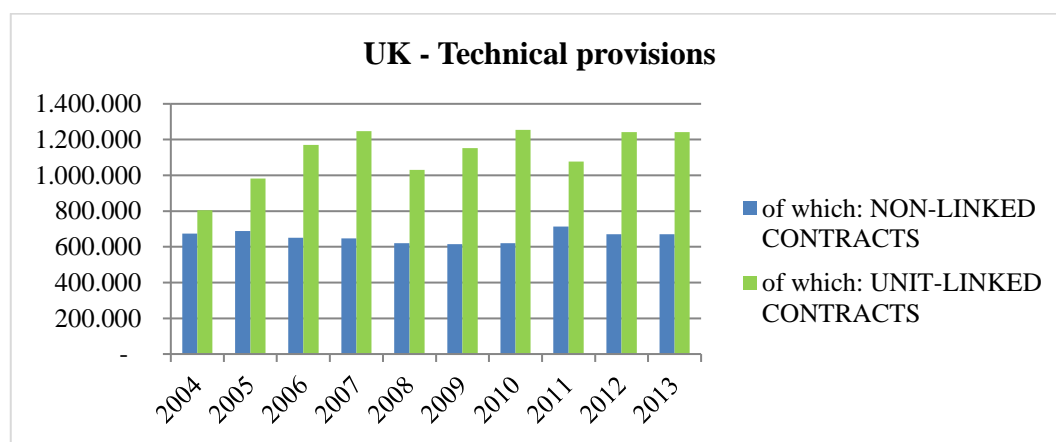


*Note: dati in milioni di euro.*

*Fonte: elaborazioni interne da dati di Insurance Europe, Statistics, 2016.*

Come rappresentato nella Figura 3.2, l'ammontare delle riserve tecniche per i prodotti *non-linked* è significativamente maggiore di quello relativo alle riserve tecniche legate a prodotti *linked*, sia per l'Italia sia per la Francia. Infatti, questi due Paesi sono tradizionalmente orientati verso prodotti tradizionali, a differenza del Regno Unito, ove il *business* assicurativo è fortemente orientato ai prodotti *linked* (Figura 3.3). Infatti, come sarà illustrato nel seguito della trattazione, il Regno Unito è il principale produttore d'Europa di prodotti *linked* considerando il periodo 2004-2014.

Figura 3.3. Andamento delle riserve tecniche nel Regno Unito.



Note: dati in milioni di euro, tassi di cambio costanti.

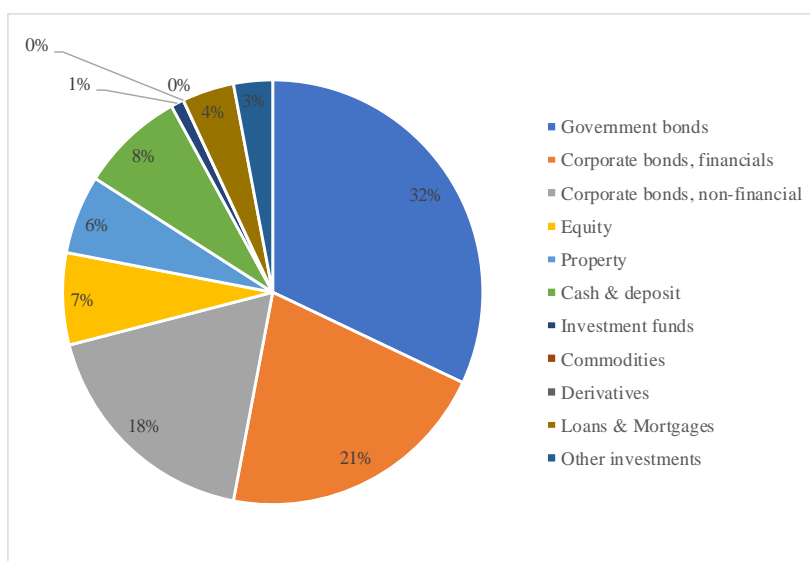
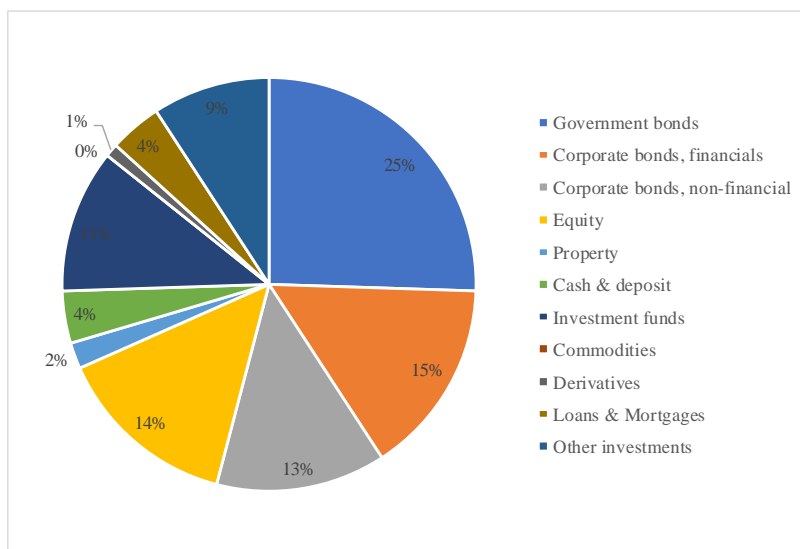
Fonte: elaborazioni interne da dati di Insurance Europe, Statistics, 2016.

#### 1.4. Gli investimenti

Come visto, per la loro natura, le imprese di assicurazione vita detengono nei confronti dei contraenti obbligazioni di lungo periodo. Di norma gli investimenti che sono posti a copertura di tali impegni sono effettuati con un orizzonte di lungo periodo, considerando l'investimento in termini di profilo di rischio e di esigenze di liquidità del contraente.

Infatti, in linea con i dati forniti da EIOPA nell'ambito del Financial Stability Report di giugno 2016, mediamente il portafoglio di investimento delle imprese di assicurazione è composto come rappresentato in Figura 3.4, in cui i titoli obbligazionari (*bonds*), in prevalenza a rendimento fisso (*fixed income*), rappresentano la maggioranza degli investimenti, a discapito dei titoli azionari (*equities*). Per molte imprese di assicurazione i titoli di Stato rappresentano una prevalente percentuale dei titoli obbligazionari, soprattutto per la durata di lungo periodo.

Figura 3.4. I portafogli di investimento delle imprese di assicurazione vita e non vita europee Q4 2015.



*Note: i dati fanno riferimento a un campione di 32 grandi imprese di assicurazione europee.*

*Fonte: EIOPA, Financial Stability Report, EIOPA-FSC-16-010/2016, p. 46.*

Come visto, le imprese di assicurazione operano con ingenti capitali. Possono acquistare anche grandi lotti di titoli per ridurre i costi di transazione, nonché diversificare i propri *assets* al fine di mitigare il rischio di detenere un portafoglio eccessivamente concentrato.

#### 1.4.1. Gli investimenti delle imprese di assicurazione vita

Come vale per altri investitori istituzionali, anche per le imprese di assicurazione vita l'obiettivo principale di investimento è quello di raggiungere un *trade-off* ottimale tra rischio e rendimento tramite un'accurata diversificazione del portafoglio. Tale condizione non può prescindere dal raggiungimento del cosiddetto portafoglio efficiente, in cui non vi è possibilità di aumentare il rendimento senza accrescere il livello di rischio, ovvero di diminuire il rischio senza conseguentemente ridurre il rendimento<sup>205</sup>.

Nelle scelte di investimento occorre tenere conto degli obiettivi e delle eventuali limitazioni o condizioni tipiche del *business* assicurativo vita, in relazione alla natura delle riserve tecniche. È necessario quindi considerare la possibilità e la modalità di riscatto del capitale che il contraente può esercitare, che può tra l'altro richiedere un forte esborso di liquidità da parte dell'impresa di assicurazione.

Un altro elemento fondamentale e sul quale verteranno le analisi che seguono è l'orizzonte temporale di investimento che caratterizza le strategie di un'impresa di assicurazione vita. Le imprese di assicurazione vita, come altri investitori istituzionali aventi lunghe passività (riserve tecniche), come i fondi pensione, sono investitori di lungo periodo in quanto devono essere adempienti nei confronti del contraente/beneficiario in un orizzonte temporale molto più esteso rispetto agli orizzonti temporali richiesti da altri prodotti di risparmio e investimento. Nella definizione delle linee strategiche di investimento occorre considerare la data di liquidazione dell'investimento prevista, ad esempio la scadenza del contratto, nonché la cosiddetta *duration*<sup>206</sup> e *maturity*<sup>207</sup> dell'investimento.

Vi sono altri fattori che influenzano la strategia di investimento di un'impresa di assicurazione, che tuttavia non saranno oggetto di ulteriori approfondimenti, quali ad esempio la regolamentazione; la sensibilità all'inflazione che può portare l'impresa a detenere gli *assets* di copertura dell'inflazione medesima, come le obbligazioni *index linked* oppure titoli azionari o investimenti in immobili; il regime fiscale; il regime contabile.

---

<sup>205</sup> Davis E.P., *Portfolio regulation of life insurance companies and pension funds*, Brunel University, West London, 2000, p. 4.

<sup>206</sup> Per *duration* si intende la durata media finanziaria di un'obbligazione, ossia la scadenza media dei flussi di cassa attesi, ponderata per il contributo del valore attuale di ciascun flusso alla formazione del prezzo. Per approfondimenti, si veda Dew-Becker I., *Investment and the cost of capital in the cross-section: the term spread predicts the duration of investment*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2012, p. 5 ss.

<sup>207</sup> Per *maturity* si intende la scadenza del contratto di investimento. Per approfondimenti, si veda Antoniou A., Guney Y. e Paudyal K., *The determinants of corporate debt maturity structure*, Centre for Empirical Research in Finance, Department of Economics and Finance, University of Durham, version 1.4, 2002, p. 1 ss; Roll R., *Investment diversification and bond maturity*, The Journal of Finance, 26, 1, 1971, p. 51 ss.



La natura delle riserve tecniche è il fattore principale per comprendere come le imprese di assicurazione vita differiscono da altri investitori istituzionali. Le riserve tecniche sono quantificate in base alla massa degli impegni futuri tramite specifiche tecniche di calcolo statistico-attuariali. Tali passività si differenziano in ragione della certezza e tempistica di realizzo.

Ad esempio, per i prodotti vita tradizionali, l'esborso è noto ma i tempi di liquidazione sono incerti. Questo diverge di larga misura dalle caratteristiche di un prodotto di risparmio bancario, come ad esempio il deposito, in quanto avente tempistica e quantificazione note. Diversi ancora sono i prodotti pensionistici in ragione della spesa e tempistica incerte.

In questo contesto, l'impresa di assicurazione tende ad adottare strategie di investimento caratterizzate da rendimenti sufficienti a garantire un margine oltre la copertura delle riserve tecniche, senza incrementare eccessivamente il profilo di rischio e minare l'indice di solvibilità *target*. La natura delle riserve tecniche determina inoltre anche il bisogno di liquidità. Si rimanda alla trattazione che precede per un approfondimento in merito alle riserve tecniche delle imprese di assicurazione vita.

Le scelte di investimento sono quindi attuate tenendo anche conto delle categorie di *assets* da comprendere nel portafoglio (ad esempio titoli obbligazionari, titoli di Stato, titoli azionari, immobili, depositi e liquidità) nonché dei relativi rendimenti di mercato e della durata del contratto. Parte del portafoglio di investimento è normalmente utilizzato a copertura degli impegni di lungo periodo a cui deve fare fronte l'impresa di assicurazione. Una restante parte invece è impegnata nelle azioni di investimento di breve periodo finalizzate a cogliere le opportunità di mercato<sup>208</sup>.

A differenza del *business* vita, il *business* non vita richiede significativi accantonamenti per rispondere adeguatamente ai potenziali ingenti danni oggetto di copertura assicurativa. Però, per natura, non necessita di investimenti in strumenti che consentono un esborso nel lungo periodo. Il profilo di rischio di imprese di assicurazione non vita dipende prevalentemente dalla misura del relativo rischio tecnico legato in particolare all'incertezza di fenomeni disastrosi. Per tali considerazioni e per la durata dei prodotti non vita, che di norma non supera l'annualità, il portafoglio di investimento di un'impresa di assicurazione tende sostanzialmente a comprendere attività di breve periodo, di alto rendimento e bassa volatilità.

A copertura delle riserve tecniche, così come descritte nella trattazione che precede, le strategie di investimento riguardano principalmente titoli

---

<sup>208</sup> Davis E.P., *Portfolio regulation of life insurance companies and pension funds*, Brunel University, West London, 2000, p. 5.

obbligazionari (*bonds*) di lungo periodo. Le imprese di assicurazione vita hanno anche bisogno di investimenti facilmente liquidabili per fare fronte alle incerte richieste di riscatto anticipato da parte dei contraenti, che possono essere mitigate da investimenti in strumenti finanziari di copertura, come i derivati<sup>209</sup>. Invece, a differenza delle *asset allocation* adottate in presenza di prodotti tradizionali, come quelli di ramo I, i prodotti di investimento che riconoscono una rendita nel tempo o un tasso di rendimento minimo garantito richiedono teoricamente investimenti nel settore azionario (*equity*) ovvero immobiliare (*real estate*) anche al fine di mitigare gli effetti dell'inflazione e percepire un rendimento positivo.

Di seguito si riportano le principali caratteristiche delle *asset class* maggiormente presenti nel portafoglio delle imprese di assicurazione vita.

### Bonds

Con riferimento ai titoli obbligazionari, o *bonds*, questi sono emessi dallo Stato (*government bonds*) o da società (*corporate bonds*) che prendono in prestito il capitale e si impegnano a restituirlo maggiorato degli interessi<sup>210</sup>. Un soggetto pubblico o privato può reperire risorse principalmente tramite il canale bancario oppure direttamente dal pubblico attraverso l'emissione di titoli obbligazionari. Un'obbligazione si configura quindi come un debito di una parte nei confronti del soggetto debitore e l'impegno di quest'ultimo di restituire il prestito ricevuto entro una certa data, nonché di riconoscere alla parte il pagamento del tasso di interesse in corso di contratto. L'acquirente dell'obbligazione può rimanere in possesso del titolo fino a sua scadenza naturale oppure rimetterlo sul mercato in data antecedente la scadenza. Gli elementi che l'investitore tiene in considerazione nell'investimento obbligazionario sono molteplici, tra cui la durata, il rischio di controparte, il trattamento fiscale. Con riferimento alla durata, ossia il periodo intercorrente tra la sua emissione e la scadenza della medesima, questa può variare da breve (qualche mese) a lunga durata (anni). Il relativo tasso di interesse riconosciuto è positivamente allineato alla durata: più lungo è il titolo obbligazionario, più il rimborso del capitale investito sarà posticipato nel tempo e maggiore sarà il tasso di interesse a favore dell'investitore disposto ad attendere più tempo. Con riferimento al rischio di controparte, come meglio analizzato al Capitolo II, questo rappresenta la probabilità del debitore di non adempiere all'obbligazione, ossia di essere insolvente. Anche in questo caso, a fronte di un maggiore rischio di insolvenza del debito è riconosciuto al creditore un maggiore tasso di interesse. Il trattamento fiscale invece dipende dallo Stato in cui i titoli

---

<sup>209</sup> Blake D., *Portfolio choice models of pension funds and life assurance companies: similarities and differences*, The Geneva Papers on Risk and Insurance, 24, 3, 1999, p. 347.

<sup>210</sup> Con riferimento ai *government bond*, si veda in particolare Pilbeam K., *Finance and financial markets*, Palgrave Macmillan, Hampshire, 2010, p. 6 ss. Con riferimento ai *corporate bond*, si veda in particolare Ferran E., *Principles of corporate finance law*, Oxford University Press, New York, 2008, p. 511 ss.

sono emessi e dalla natura del soggetto emittente (per esempio, i titoli di Stato italiani godono di un trattamento fiscale agevolato).

Con specifico riferimento ai titoli di Stato, questi sono strumenti emessi per lo più dai governi degli Stati al fine di supportare le proprie necessità di indebitamento e più in generale fare fronte al fabbisogno dello Stato. I titoli di Stato presentano normalmente determinate caratteristiche:

- regolarità nei collocamenti: sono emessi dagli Stati a intervalli regolari secondo programmi definiti dai governi al fine di soddisfare esigenze interne;
- possibilità di maturare guadagni se utilizzati come oggetto di attività di *trading*;
- liquidità dell'investimento: i mercati su cui sono scambiati questi beni sono molto liquidi e attivi, in cui le numerose proposte di acquisto e vendita consentono di negoziare il titolo in qualsiasi momento, anche sui cosiddetti mercati secondari.

### Equities

Con riferimento ai titoli azionari, o *equities*, questi riguardano un'impresa costituita in forma di società per azioni la quale, al fine di richiamare risorse per finanziare i propri investimenti, cede una quota parte del capitale di rischio in forma di azioni<sup>211</sup>. L'azione conferisce all'acquirente la proprietà di una parte della società, mentre nel caso dell'obbligazione l'acquirente si configura come creditore della società emittente. In tal senso, il possessore dei titoli azionari percepisce di norma i profitti derivanti dal buon andamento del *business*, mentre il titolare di obbligazioni riceve l'interesse sulla somma sottoscritta. L'acquirente di norma riceve un trattamento differente nei periodi di difficoltà della società partecipata a differenza del titolare dell'obbligazione a cui viene corrisposto il tasso di interesse pattuito. A fronte del rischio più elevato derivante dall'investimento in *equities*, sono di norma riconosciuti rendimenti più elevati rispetto a quelli previsti per le emissioni obbligazionarie. Le azioni possono essere quotate e non quotate e i prezzi sono determinati da dinamiche di domanda e offerta.

### Real estate

L'investimento in immobili, o *real estate*, è effettuato dall'impresa di assicurazione principalmente in ragione della sua capacità di generare flusso di reddito, ritorno di capitali, il cosiddetto reddito psichico, definito come una

---

<sup>211</sup> Per dettagli sugli investimenti in *equity*, si veda in particolare Watson D. & Head A., *Corporate finance: principles and practice*, Pearson Education, London, 2010, p. 96 ss.

sensazione di soddisfazione dal possesso di un progetto di investimento<sup>212</sup>. L'investimento in immobili, in relazione alla sua natura, è considerato un investimento generalmente di lungo periodo. Il rischio associato a questo tipo di investimento non è lineare, dipende da diversi fattori, tra i quali i principali sono i rischi derivanti dal *business*, i rischi finanziari e i rischi esterni<sup>213</sup>. Con riferimento ai primi, rientra in particolare la capacità di attrarre affittuari; la pressione derivante da terzi progetti più competitivi dal punto di vista di costo/rendimento; le preferenze della clientela individuata come *target*, che possono cambiare nel tempo, senza certezza sull'andamento né direzione; il peso dei costi di gestione che possono progressivamente aumentare. Con riferimento ai secondi invece rientra in particolare la crescita dei tassi di interesse che non consentono di onorare i finanziamenti ricevuti a supporto di quell'investimento nonché la mancanza di (altri) finanziamenti disponibili. Infine tra i rischi esterni sono compresi gli effetti derivanti in particolare da una regolamentazione eccessivamente stringente, come quella relativa all'inquinamento ambientale, ovvero da disposizioni vincolanti imposte dagli abitanti della zona in cui è ubicato l'immobile.

#### **1.4.2. Le gestioni separate**

Nel settore assicurativo italiano, i prodotti assicurativi vita legati alle gestioni separate, ossia le cosiddette polizze rivalutabili, costituiscono la componente prevalente del *business* vita, unitamente ai prodotti *unit linked* di ramo III. A titolo esemplificativo, nell'anno 2015 in Italia l'ammontare della produzione di polizze rivalutabili, quindi sia riconducibili al ramo I sia i contratti di capitalizzazione di ramo V, è risultato pari a circa 76 miliardi di euro, corrispondente circa al 67% dell'intera produzione ed è rappresentato prevalentemente da forme assicurative caso morte a vita intera e miste<sup>214</sup>. Le riserve tecniche sottostanti alle polizze rivalutabili, sempre nel 2015, sono ammontate a circa 457 miliardi di euro<sup>215</sup>.

Le prestazioni collegate a polizze rivalutabili si rivalutano appunto sulla base dell'andamento di specifiche gestioni separate di attivi<sup>216</sup>. Il regime regolamentare attuale è rigido in termini di entrata e uscita degli attivi della gestione separata. Infatti prevede che gli attivi possano uscire dalla gestione solo per realizzo e che l'impresa non possa in condizioni di normale operatività trasferire o spostare attivi

---

<sup>212</sup> Baum A. E. & Crosby N., *Property investment appraisal*, Blackwell Publishing, Oxford, 2014, paragrafo 2.3.4.

<sup>213</sup> Manganelli B., *La valutazione degli investimenti immobiliari*, Franco Angeli, Milano, 2014, p. 174 ss.

<sup>214</sup> IVASS, *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2015*, Roma, 2016, p. 70.

<sup>215</sup> IVASS, *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2015*, Roma, 2016, p. 71.

<sup>216</sup> Si veda in particolare il Regolamento ISVAP n. 38 del 3 giugno 2011 concernente la costituzione e l'amministrazione delle gestioni separate delle imprese che esercitano l'assicurazione sulla vita.

dal patrimonio dell'impresa medesima alla gestione e viceversa. La rivalutazione della prestazione avviene annualmente e, in base alle condizioni economiche di polizza, è calcolata tenuto conto del consolidamento finanziario.

Come sopra descritto, le polizze rivalutabili riconoscono al contraente un rendimento minimo ed eventualmente, qualora il risultato finanziario della gestione sia superiore a tale rendimento, un importo aggiuntivo di norma a discrezione dell'impresa di assicurazione. Al fine di mitigare i rischi derivanti dall'impegno di garantire un rendimento minimo, la regolamentazione italiana ha fissato un limite al tasso massimo da garantire legandolo a una percentuale del tasso di rendimento dei Buoni del Tesoro Poliennali (BTP), a 10 anni, del mese di riferimento. Il nuovo regime di vigilanza *Solvency II*, invece, prevede che sia direttamente l'impresa di assicurazione a fissare il livello ottimale di tasso minimo da riconoscere all'assicurato secondo principi di prudenza. Come emerge dalle statistiche riportate dall'IVASS nella Relazione dell'Istituto dell'anno 2015, il tasso medio di rendimento delle gestioni separate è stato prevalentemente allineato all'andamento dell'indice Rendistato che a sua volta ha risentito di una forte riduzione a partire dal 2011.

*Tabella 3.6. Composizione degli attivi delle gestioni separate in Italia (valori in miliardi di euro).*

Attivi	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Titoli <i>fixed income</i> e <i>bonds</i>	181,2	196,6	188,9	179,2	214,7	252,6	267,9	280,7	290,7	340,9	370,8
di cui: obbligazioni societarie quotate in euro	44,8	46,4	50,1	58,9	70,2	73,7	67,0	64,4	84,2	87,7	108,0
Titoli di capitale	11,3	11,9	13,6	13,3	10,9	10,9	10,2	11,3	12,8	13,8	8,1
Altri attivi patrimoniali	12,2	13,3	14,6	19,4	22,5	22,1	27,3	29,2	28,5	33,3	51,7
di cui: quote di OICR	7,1	7,2	9,5	10,1	12,6	14,3	16,4	17,3	17,1	20,4	41,7
<b>Totale Attivi</b>	<b>204,6</b>	<b>221,8</b>	<b>217,1</b>	<b>211,9</b>	<b>248,1</b>	<b>285,5</b>	<b>305,3</b>	<b>321,2</b>	<b>331,9</b>	<b>388,0</b>	<b>430,6</b>
Incidenza titoli <i>fixed income</i> e <i>bonds</i> (%)	88,5	88,6	87,0	84,6	86,5	88,5	87,7	87,4	87,6	87,9	86,1

*Note: i dati relativi all'anno 2013, 2014 e 2015 sono dati stimati.*

*Fonte: IVASS, Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2015, Roma, 2016, p. 72.*

Allo stato attuale, le gestioni separate sono per lo più costituite da titoli governativi e a seguire da *corporate bonds* (Tabella 3.6).

Per le gestioni separate, l'ingente ammontare degli investimenti in *government bonds* è dovuto prevalentemente al fatto che, come detto, le imprese di assicurazione italiane devono replicare le garanzie di tasso di rendimento presenti nel contratto assicurativo che, fino alla data di piena entrata in vigore del nuovo regime di vigilanza prudenziale, erano determinate in base al rendimento dei titoli di Stato italiani. Inoltre tale composizione di attivi consentiva all'impresa di garantire ai contraenti/beneficiari o agli aventi diritto la sicurezza dell'investimento, nonché la liquidabilità dell'impegno prescelto in caso di richiesta anticipata di riscatto della polizza. Pertanto, in ottica *Solvency II*, le gestioni separate espongono l'impresa di assicurazione al rischio di estinzione anticipata, al rischio spese nonché ai rischi finanziari, tra cui il rischio di tasso di interesse e il rischio *spread*<sup>217</sup>.

L'IVASS nella Relazione relativa all'anno 2015 ha confrontato il rendimento decennale dei titoli di Stato, il tasso medio di rendimento dei prestiti obbligazionari emessi dallo Stato (TMO), il rendimento minimo garantito dalle condizioni contrattuali e l'indice medio di discrezionalità generale – che è dato dal rapporto tra i valori di carico del portafoglio aumentati delle plusvalenze nette e i valori di carico medesimi – sottolineando una buona tenuta delle gestioni separate anche a fronte di consistenti riduzioni del rendimento dei *government bonds* (Tabella 3.7).

*Tabella 3.7. Rendimento delle gestioni separate.*

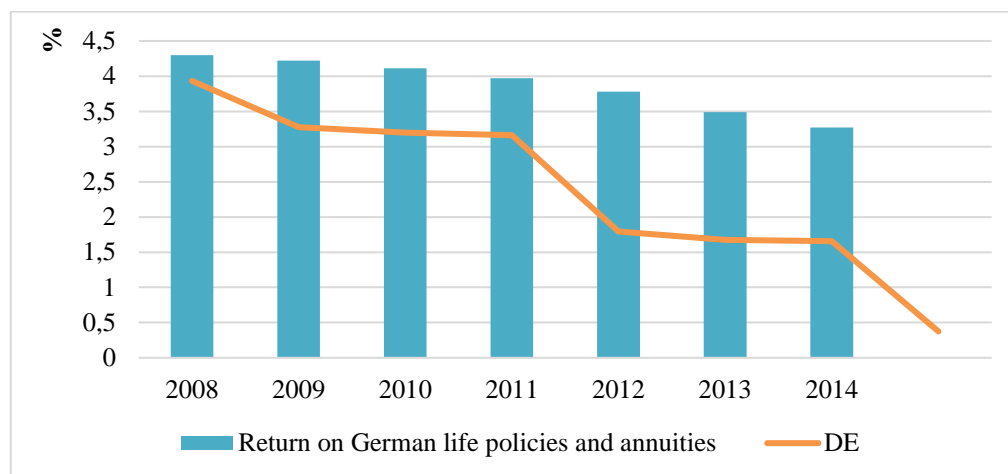
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rendimento medio lordo (%)	4,34	4,03	3,87	3,84	3,87	3,91	3,77	3,56
Rendimento 10 anni BTP (%)	4,47	4,01	4,60	6,81	4,54	4,11	1,99	1,58
TMO (%)	4,47	4,01	4,04	5,42	4,54	4,16	1,99	1,58
Rendimento minimo garantito (%)	3,25	3,25	3,25	4,00	4,00	2,75	1,50	1,00
Indice di discrezionalità	n.d.	1,052	1,054	1,11	1,063	1,059	1,137	1,117

*Fonte: IVASS, Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2015, Roma, 2016, p. 73.*

<sup>217</sup> Per maggiori dettagli sui rischi, si veda il paragrafo 3.1.1.1. del Capitolo II.

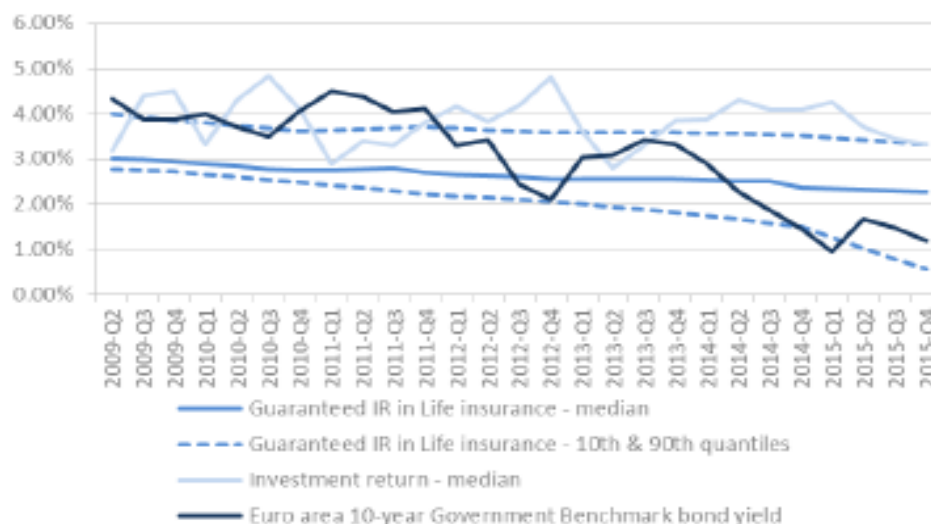
A differenza delle imprese di assicurazione vita italiane, il settore assicurativo vita tedesco è stato duramente colpito dall'abbassamento del rendimento dei titoli di Stato locali.

*Figura 3.5. La media dei rendimenti minimi garantiti dalle imprese di assicurazione vita tedesche confrontata con il rendimento dei government bonds tedeschi.*



Fonte: Deutsche Bundesbank, Statistics, 2015.

*Figura 3.6. Rendimenti garantiti dei prodotti vita a livello europeo confrontati con il rendimento dei government bonds (area Euro).*



Fonte: EIOPA, Financial Stability Report, EIOPA-FSC-16-010/2016, p. 48.

In particolare, nonostante la riduzione dei rendimenti minimi garantiti relativi ai nuovi prodotti, il rendimento garantito complessivamente e secondo calcoli di

media ammonta a circa 3,2%, a fronte del rendimento dei titoli di Stato a 10 anni di circa 0,3% (Figura 3.5).

Simili valutazioni possono essere condotte anche a livello europeo. Nella Figura 3.6 sono rappresentati i rendimenti garantiti riconosciuti agli assicurati dai prodotti vita a confronto con i rendimenti dei government bonds a 10 anni (area Euro).

### 1.4.3. *Litterature review*

Nonostante le imprese di assicurazione vita detengano un ammontare significativo di *assets*, non esistono numerosi contributi in letteratura in materia di investimenti effettuati da tali investitori istituzionali. Di seguito si rappresentano alcuni studi rientranti in tale contesto.

Alcuni studiosi sostengono che, al netto degli effetti che può portare una regolamentazione del settore eccessivamente stringente, o al contrario, *principle-based*, le imprese di assicurazione vita sono di norma investitori istituzionali con un lungo orizzonte temporale e portafogli di investimento orientati ai titoli a rendimento fisso (*fixed income*). La strategia di investimento delle imprese di assicurazione vita, per natura, non predilige quindi investimenti in titoli azionari (*equities*) indipendentemente dal trattamento a questi riservato dalla regolamentazione in materia. La letteratura spiega che tale strategia di investimento deriva sostanzialmente dalla finalità principale dell'impresa di assicurazione vita, ossia quella di garantire sicurezza e solidità nei confronti degli aventi diritto, anche a discapito di rendimenti poco competitivi<sup>218</sup>.

Altri studiosi invece hanno analizzato la connessione tra le strategie di investimento di un'impresa di assicurazione vita e i tassi di rendimento, considerando sia gli obiettivi di investimento sia i limiti normativi imposti dal Regolatore. Analizzando una serie storica di dati per un periodo di tempo sufficientemente lungo, è stato possibile dimostrare che i limiti regolamentari inducevano le imprese di assicurazione vita ad adottare strategie di investimento meno orientate al rischio e conseguentemente caratterizzate da rendimenti più bassi. Riducendo l'effetto del contesto normativo, le imprese di assicurazione erano maggiormente orientate a investimenti in *equities*<sup>219</sup>.

Un altro studio sulle strategie di investimento ha evidenziato un'ulteriore tendenza delle imprese di assicurazione vita. Nonostante la mancanza di sufficienti dati statistici a supporto della tesi, dall'analisi era emerso che le strategie di

---

<sup>218</sup> Hart O. H., *Life insurance companies and the equity capital markets*, The Journal of Finance, 20, 2, 1965, pp. 358-367; Bailey A. H., *On the principles on which funds of life assurance societies should be invested*, Journal of the Institute of Actuaries, 10, 3, 1862, pp. 142-147.

<sup>219</sup> Revell J. R. S., *Reviewed work: Investment policies of life insurance companies. by L. D. Jones*, The Economic Journal, 79, 315, 1969, pp. 614-616.



investimento dipendevano, in via prevalente, dalla solidità finanziaria dell'impresa, dall'attitudine del *top management* ad assumere strategie più o meno rischiose, nonché dagli impegni assunti nei confronti dei contraenti/assicurati<sup>220</sup>. Questo significava che vi erano anche fattori, diversi dalle caratteristiche del *business* vita, che influenzavano l'attività di gestione degli investimenti.

Altri studi hanno esaminato l'andamento storico degli investimenti operati da investitori istituzionali, come le imprese di assicurazione vita e i fondi pensione. In particolare, è stata condotta un'analisi degli investitori istituzionali di lungo periodo nel mercato dei capitali, attraverso una comparazione transnazionale di dati relativi a diversi Paesi, quali il Regno Unito, gli Stati Uniti, la Germania, il Giappone e il Canada. Il periodo di osservazione è compreso tra l'anno 1966 al 1985<sup>221</sup>. Lo studio ha permesso di identificare alcuni fattori comuni che influenzavano il portafoglio di investimento di un'impresa di assicurazione, operante per lo più nel *business* vita. Alcuni fattori dipendevano dall'operatività tipica dell'impresa di assicurazione e quindi erano considerati endogeni, quali il *trade-off* tra rischio e rendimento, la necessità di investimenti di lungo periodo per fare fronte agli impegni nei confronti dei contraenti/assicurati di pari durata, la diversificazione del rischio e un adeguato livello di liquidità. In secondo luogo, alcuni fattori esterni, esogeni, sono stati utili per studiare l'evoluzione degli investimenti e quindi ipotizzare scenari futuri. In particolare, tra i fattori esterni che influenzavano le strategie di investimento rientravano il contesto normativo, che spesso limitava in via prudenziale gli investimenti in *equities* nonostante gli alti rendimenti. Mentre un alto livello di *deficit* pubblico con significativi rendimenti dei titoli di Stato e la necessità di liquidità determinavano investimenti in titoli obbligazionari di Stato. Per contro, una forte inflazione rendeva gli investimenti in titoli azionari più appetibili in quanto consentivano di mantenere il valore reale del portafoglio.

Nell'ambito della letteratura meno recente, sono stati rappresentati modelli statistici finalizzati a isolare i fattori principali che hanno influenzato le strategie di investimento delle imprese di assicurazione vita<sup>222</sup>. In particolare, lo studio affermava la preferenza delle imprese di assicurazione vita per investimenti di lungo periodo *fixed income* a fronte della lunga durata delle obbligazioni contrattuali derivanti dai prodotti assicurativi vita, fornendo stabilità nel tempo ai contraenti e beneficiari. Lo studio era condotto considerando le correlazioni tra

---

<sup>220</sup> Henebry K. L. & Diamond J. M., *Life insurance company investment portfolio composition and investment regulation*, Journal of Insurance Issues, 21, 2, 1998, pp. 183-203; che su detto studio cita Rennie R. A., *Investment strategy for the life insurance company*, J. D. Cummins editor, Homewood, 1977.

<sup>221</sup> Davis E. P., *Financial market activity of life insurance companies and pension funds*, Economic Paper N. 21, Bank for International Settlements, 1988.

<sup>222</sup> Nwobodo I. C., *The determinants of portfolio selection by life insurance companies and the effects of monetary policy on their portfolios*, Iowa State University, 1975.

diverse tipologie di investimenti, tra cui i *government* e *corporate bonds*, *equities*, *real estate*, *loans* e *mortgages* (prestiti e mutui ipotecari). Tra i risultati più significativi emergeva che i mutui ipotecari e i titoli obbligazionari *corporate* erano tra loro sostituibili. Inoltre veniva affermata la complementarità tra investimenti in mutui e in titoli governativi argomentando come segue. Data la caratteristica di illiquidità dei mutui, questa veniva compensata da un maggiore investimento in titoli di Stato in ragione della loro estrema liquidità nel *secondary market* che consentiva alle imprese di assicurazione di incassare agevolmente liquidità. È stato inoltre individuato un fattore di complementarità tra *government bonds* e *corporate bonds*, nonché tra titoli di Stato ed *equities*, mentre questi ultimi risultavano sostituibili ai mutui. I risultati evidenziavano anche altre peculiarità delle interazioni tra diverse tipologie di investimenti. In particolare, era emerso che i titoli azionari non erano detenuti dalle imprese di assicurazione vita solo come scopo speculativo in ragione dei potenziali maggiori guadagni realizzabili, ma in quanto investimenti di lungo periodo. Aumentando gli investimenti in *equities* tendevano a incrementare anche gli investimenti in titoli governativi, sempre al fine di mantenere opportuni livelli di liquidità. Infine, lo studio evidenziava che la domanda di mutui era molto sensibile ai cambiamenti dei tassi di rendimento dei *bonds*. Questo significava che una variazione dei tassi di interesse relativi ai mutui poteva comportare una variazione del flusso di risorse nel mercato dei titoli obbligazionari<sup>223</sup>.

#### 1.4.4. Il campione

I dati riportati nel presente elaborato con riferimento agli investimenti riguardano un campione di Paesi europei. Il campione è stato selezionato tenendo conto degli *assets* detenuti dalle imprese di assicurazione vita dei Paesi in oggetto. Di seguito si riporta la percentuale di incidenza di ciascun Paese di origine sul totale degli *assets* detenuti dalle imprese di assicurazione vita nell'anno 2014 (totale 74,29%).

Paese	Peso sul totale (%)
UK - United Kingdom	24,87
FR - France	22,66
DE - Germany	14,14
IT - Italy	7,24
NL - Netherlands	5,38
<b>TOTALE</b>	<b>74,29</b>

Fonte: elaborazioni interne da dati di EIOPA, Statistics, 2015.

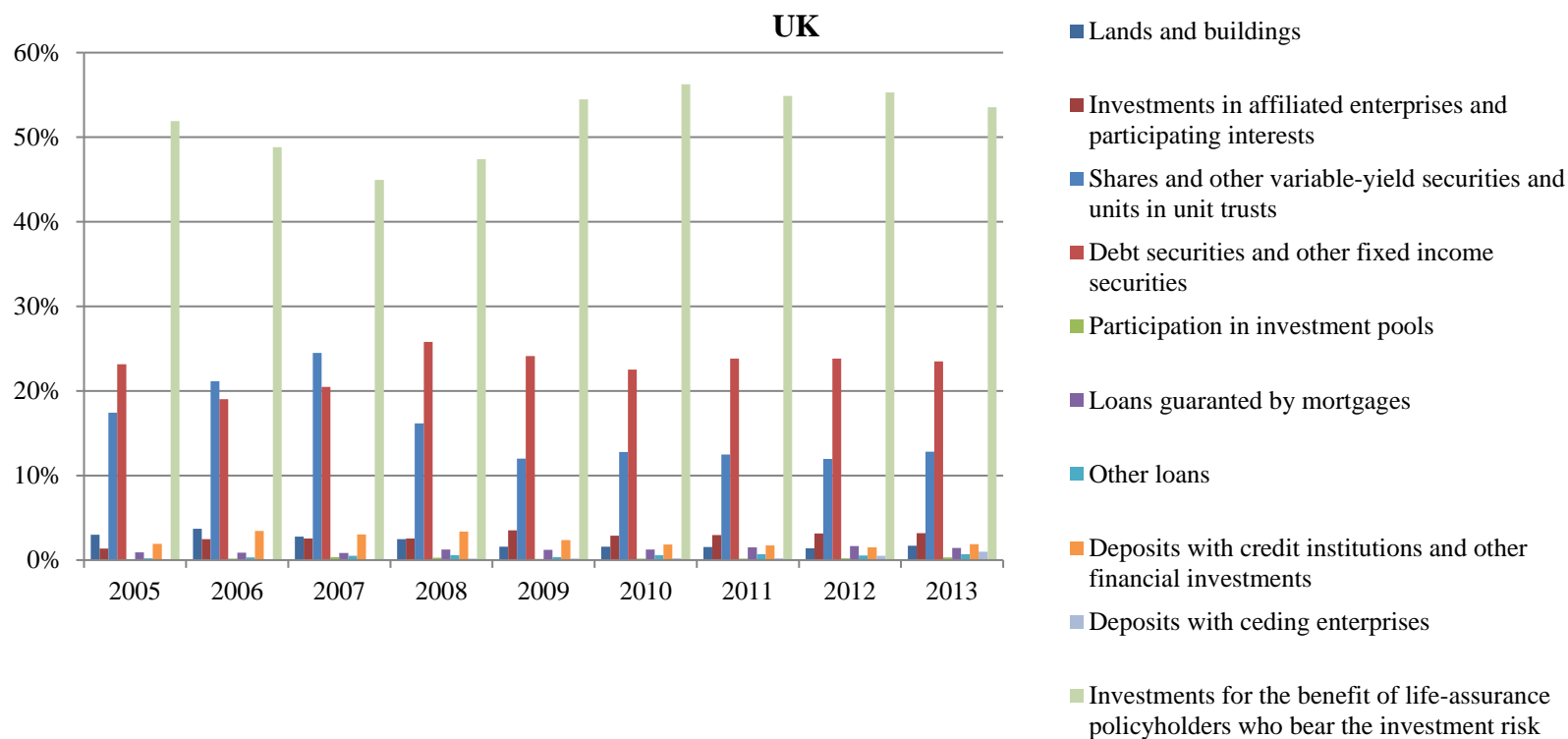
<sup>223</sup> Come meglio specificato dall'autore nell'elaborato (si veda la nota che precede) i dati possono fornire una rappresentazione parziale del tema di analisi prevalentemente in ragione della scarsa granularità degli stessi.

Successivamente, saranno rappresentati con un maggiore grado di dettaglio il portafoglio di *assets* detenuto dalle principali imprese di assicurazione vita aventi l'Italia come Paese di origine.

#### **1.4.5. I dati**

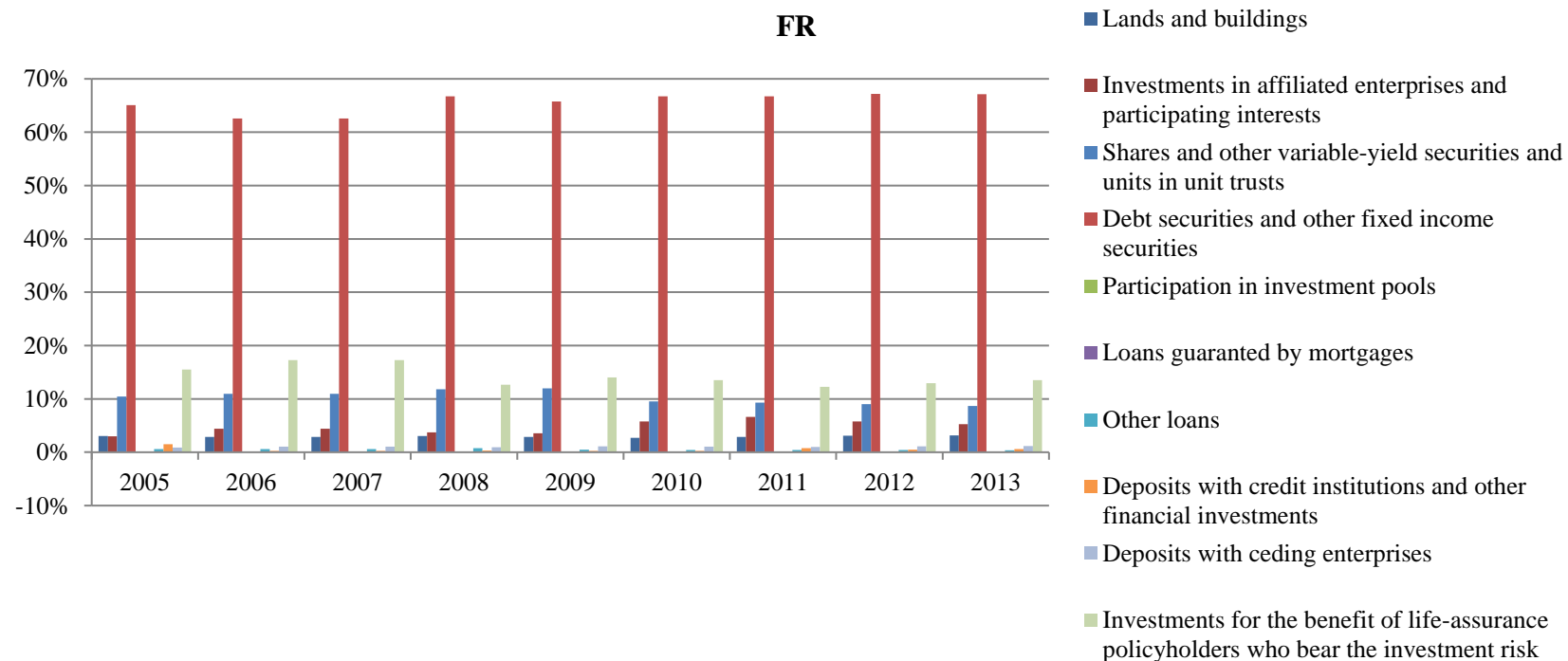
Di seguito si riportano gli investimenti del campione dei Paesi considerato.

Figura 3.7. Investimenti delle imprese di assicurazione vita del Regno Unito.



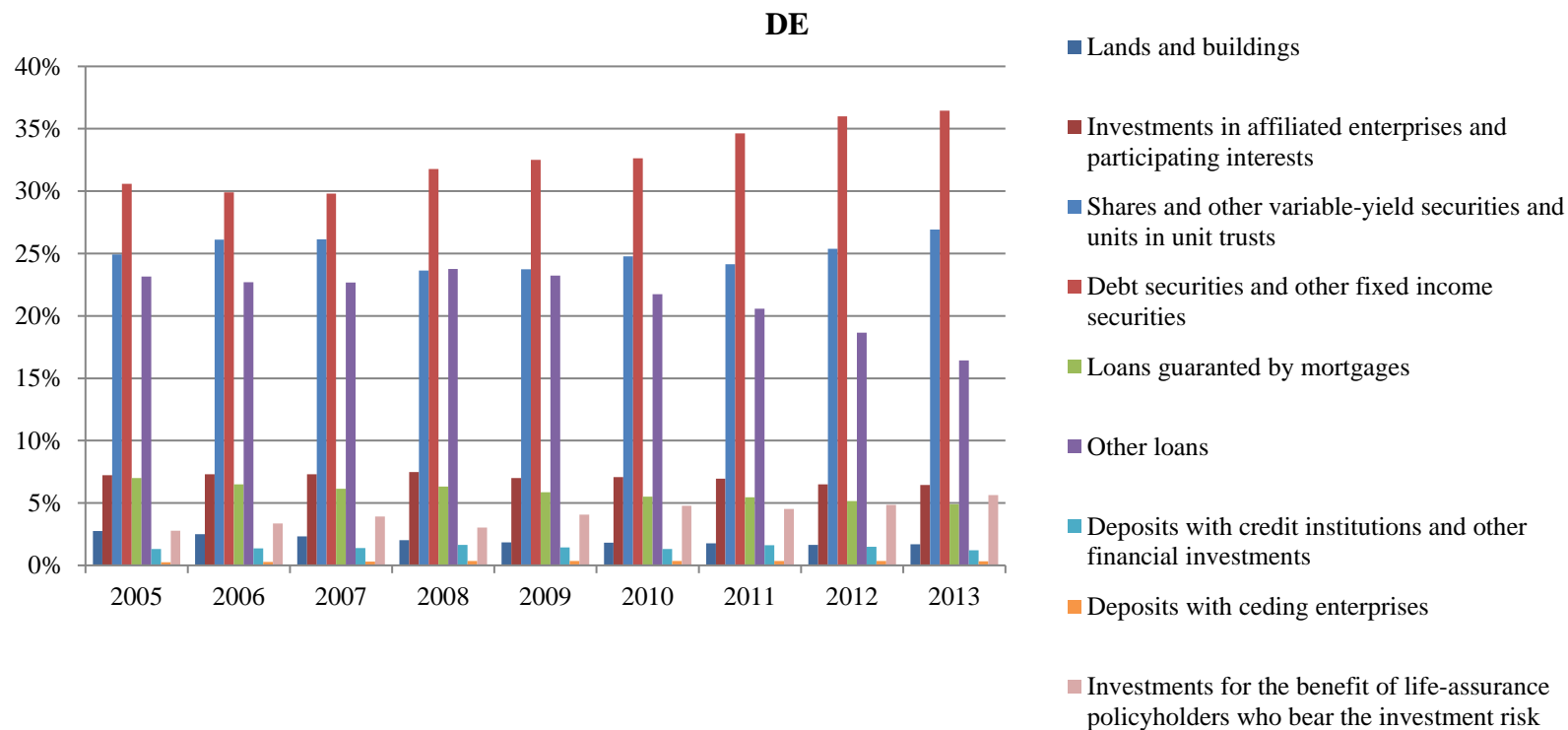
Fonte: elaborazioni interne da dati forniti da EIOPA, Statistics, 2015.

Figura 3.8. Investimenti delle imprese di assicurazione vita della Francia.



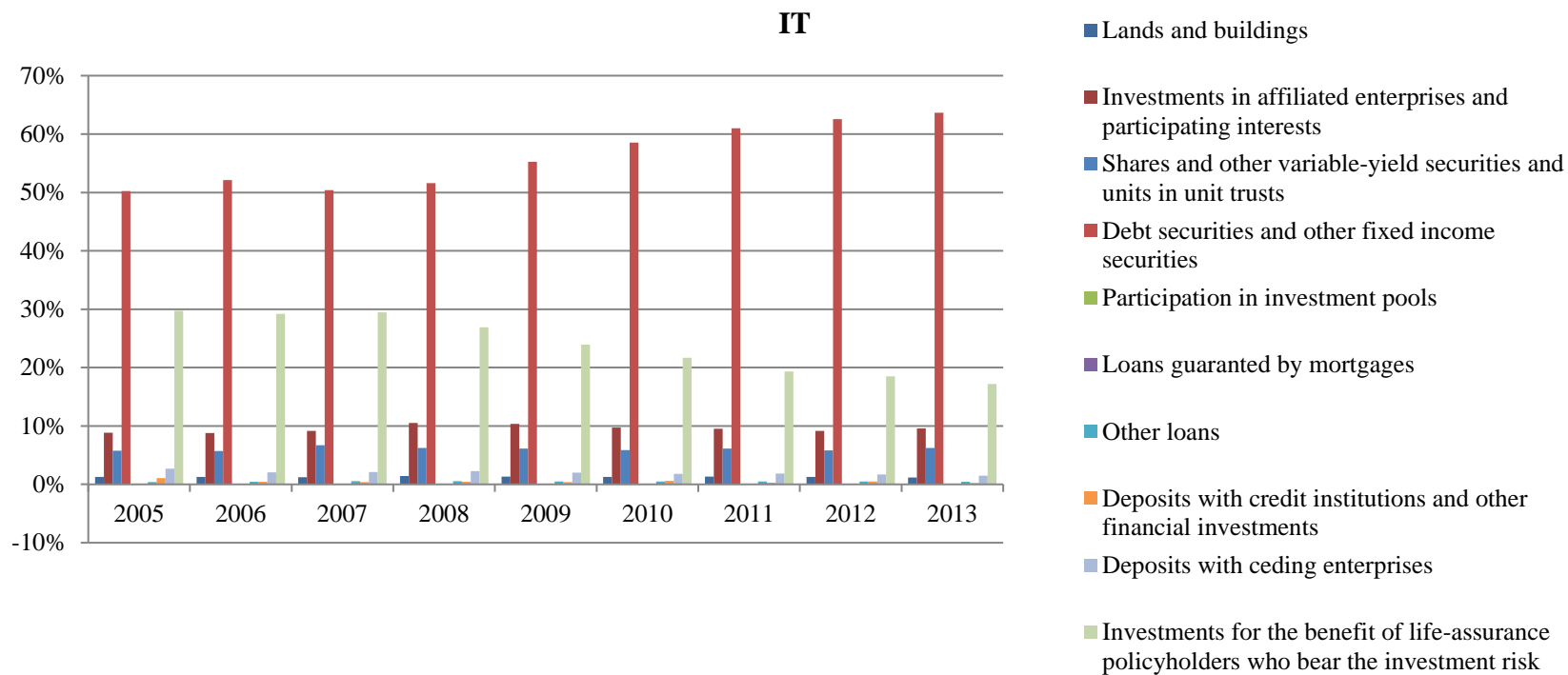
Fonte: elaborazioni interne da dati forniti da EIOPA, Statistics, 2015.

Figura 3.9. Investimenti delle imprese di assicurazione vita della Germania.



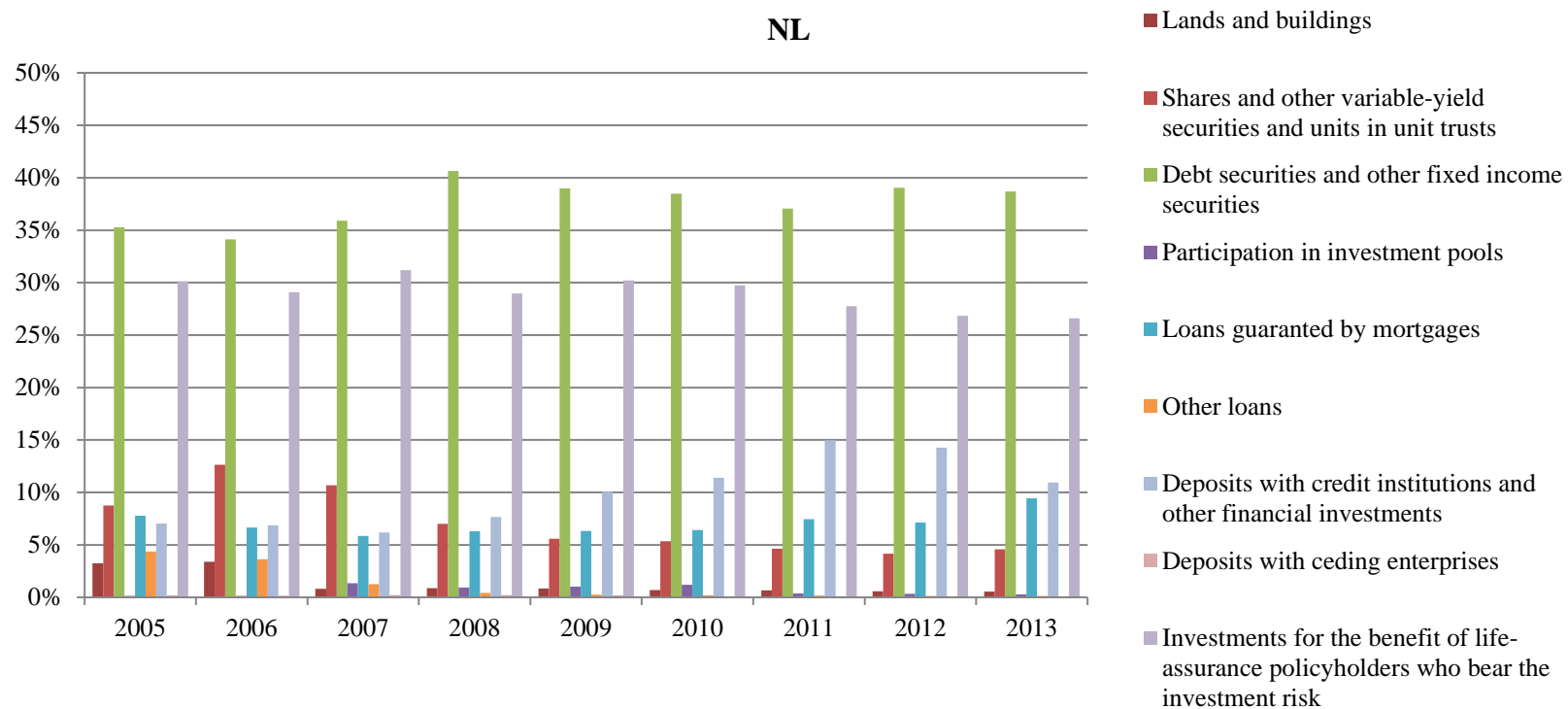
Fonte: elaborazioni interne da dati forniti da EIOPA, Statistics, 2015.

Figura 3.10. Investimenti delle imprese di assicurazione vita dell'Italia.



Fonte: elaborazioni interne da dati forniti da EIOPA, Statistics, 2015.

Figura 3.11. Investimenti delle imprese di assicurazione vita dei Paesi Bassi.



Fonte: elaborazioni interne da dati forniti da EIOPA, Statistics, 2015.



Come si evince dalle Figure che precedono, l'investimento in *debt securities* e in *other fixed income securities*, tra cui rientrano principalmente gli investimenti in *bonds*, rappresentano la maggiore *asset class* delle imprese di assicurazione vita del campione dei Paesi considerati, ad eccezione del Regno Unito. Infatti, coerentemente con quanto riportato con riferimento alla raccolta vita, le imprese di assicurazione inglesi sono tradizionalmente orientate a prodotti in cui il rischio di investimento è prevalentemente a carico dell'assicurato. Ciò implica pertanto un portafoglio di *assets* caratterizzato da una rilevante presenza di *investment funds*.

Queste caratteristiche sono influenzate anche dai modelli di capitalismo dei singoli Paesi analizzati<sup>224</sup>. Infatti, come visto al Capitolo I, il modello di capitalismo anglosassone, basato su organizzazioni societarie ad azionariato diffuso, in cui la proprietà è ben distinta dal *management* interno, è tradizionalmente orientato alla massimizzazione dei risultati di breve periodo, sacrificando talvolta obiettivi più strategici di lungo periodo. Ciò comporta, tra l'altro, un mercato azionario ben strutturato e sviluppato a differenza di quanto accade nei Paesi con modelli di capitalismo differenti, come quello renano, tipico dell'Europa occidentale. Infatti, in Paesi come l'Italia, come peraltro è emerso anche dalle analisi svolte, in cui si ha un'economia più "conservatrice" orientata a risultati di stabilità di lungo periodo e imprese gestite per lo più dalla proprietà concentrata, il mercato azionario è meno sviluppato e gli investimenti vertono prevalentemente sul mercato obbligazionario.

#### **1.4.6. Le principali imprese di assicurazione vita italiane**

Il mercato italiano è caratterizzato da un elevato tasso di concentrazione. Con riferimento al *business* vita, nel 2015 le principali imprese di assicurazione (n. 5) hanno raccolto circa il 48% dei premi dell'intero mercato italiano<sup>225</sup>.

Di seguito si riportano i dati delle principali imprese di assicurazione vita in termini di raccolta effettuata nell'anno 2014<sup>226</sup>.

---

<sup>224</sup> Per maggiori degli sui principali modelli di capitalismo, si veda il paragrafo 5.2. del Capitolo I.

<sup>225</sup> IVASS, *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2015*, Roma, 2016, p. 37.

<sup>226</sup> Si tratta di elaborazioni interne di dati riportati sul portale di ANIA "Infobila".

INTESA SANPAOLO VITA(*)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Real estate and equivalent</b>	-	-	-	-	-	-	-	5.658,56	5.455,26
<b>Investimenti in imprese del gruppo ed in altre partecipate:</b>	45.663,51	45.039,67	34.331,71	33.537,83	31.448,68	25.112,20	237.040,57	1.047.939,58	2.979.724,47
<b>Altri investimenti finanziari:</b>	15.054.148,55	17.615.997,37	18.362.623,60	15.849.535,74	13.290.544,35	16.574.020,37	19.087.890,63	41.717.760,48	41.153.433,26
<b>Azioni e quote</b>	120.597,64	277.614,04	311.073,35	333.309,72	123.218,75	121.077,94	103.873,03	494.799,61	343.475,41
<i>Azioni quotate</i>	120.550,54	277.566,94	311.026,24	333.262,62	123.171,65	121.030,84	103.873,03	494.799,61	343.475,41
<i>Azioni non quotate</i>	47,10	47,10	47,10	47,10	47,10	47,10	-	-	-
<i>Quote</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Quote di fondi comuni di investimento</b>	698.289,21	675.379,34	808.162,80	1.133.929,93	732.535,72	626.881,35	721.518,11	1.696.333,01	1.895.173,49
<b>Obbligazioni e altri titoli a reddito fisso</b>	13.774.415,87	16.466.333,03	17.153.767,13	14.305.680,24	12.412.313,36	15.814.828,70	18.230.782,83	39.510.237,91	38.893.936,20
<i>Quotati</i>	13.708.499,31	16.338.003,19	17.089.724,86	14.049.508,86	12.211.163,65	15.495.995,67	17.379.117,26	38.389.477,82	37.551.932,48
<i>Non quotati</i>	65.881,74	128.295,02	64.042,27	256.171,37	201.149,70	318.833,03	851.665,57	1.120.760,09	1.342.003,72
<i>Obbligazioni convertibili</i>	34,82	34,82	-	-	-	-	-	-	-
<b>Finanziamenti</b>	2.457,62	2.456,57	2.604,42	1.776,02	1.402,36	1.054,81	838,89	892,56	784,77
<b>Altro</b>	458.388,22	194.214,38	87.015,91	74.839,84	21.074,17	10.177,56	30.877,75	15.566,39	20.154,05
<b>TOTALE INVESTIMENTI</b>	15.099.812,07	17.661.037,04	18.396.955,31	15.883.073,56	13.321.993,03	16.599.132,57	19.324.931,20	42.768.598,34	44.135.976,01

INTESA SANPAOLO VITA(*)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Investimenti relativi a prestazioni connesse con fondi di investimento e indici di mercato</b>	7.618.492,82	8.693.021,28	9.332.709,45	8.688.976,44	8.575.568,05	9.187.834,05	9.228.227,64	12.237.989,54	9.381.882,43	7.139.331,28	5.288.645,92	6.553.754,87
<b>Investimenti derivanti dalla gestione dei fondi pensione</b>	-	-	-	-	-	-	-	895.043,89	478.167,64	433.318,17	2.262.363,79	2.993.867,38
<b>Cash and equivalent</b>	209.418,71	121.207,90	109.336,55	48.406,07	1.205.921,64	36.291,42	33.997,48	4.014.118,51	9.190.196,65	4.068.235,13	4.872.083,57	5.767.476,89

(\*) Si precisa che nel periodo 2004-2010 i dati sono riferibili a Intesa Vita S.p.A. Dal 2011, ossia a seguito dell'entrata di Intesa Vita S.p.A. nel Gruppo Intesa Sanpaolo, i dati sono riferibili Intesa Sanpaolo Vita S.p.A.

GENERALI	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Real estate and equivalent</b>	983.624,40	2.632.739,75	2.684.590,16	2.708.248,00	2.904.005,33	2.915.744,79	2.892.303,75	2.933.280,83	2.924.106,23	600.438,93	261.423,06	241.256,76
<b>Investimenti in imprese del gruppo ed in altre partecipate:</b>	15.732.805,21	15.897.193,69	20.809.959,67	22.180.900,14	24.785.494,96	28.407.848,34	29.873.381,83	28.566.183,89	27.799.888,57	27.425.959,47	27.843.667,81	30.022.745,12
<b>Altri investimenti finanziari:</b>	3.594.071,87	3.999.319,14	22.669.415,97	22.676.609,18	21.503.074,87	24.363.177,75	24.205.693,79	25.252.521,28	27.881.871,78	1.615.056,76	2.195.169,99	3.119.947,19
<b>Azioni e quote</b>	846.156,50	759.845,23	1.815.491,09	2.327.721,82	1.986.459,44	1.994.660,37	1.551.445,32	1.873.432,46	1.578.402,84	85.238,78	83.873,39	43.280,29
<i>Azioni quotate</i>	609.495,83	520.416,38	1.558.166,42	2.069.928,74	1.693.748,95	1.702.873,27	1.259.093,61	1.558.858,51	1.302.494,53	20.439,40	22.800,75	15.108,78
<i>Azioni non quotate</i>	24.447,83	24.587,93	27.900,40	19.770,62	57.989,61	58.240,84	58.236,20	79.315,06	67.711,50	56.224,15	52.497,41	22.863,26
<i>Quote</i>	212.212,84	214.840,93	229.424,26	238.022,46	234.720,88	233.546,26	234.115,50	235.258,89	208.196,81	8.575,23	8.575,23	5.308,25
<b>Quote di fondi comuni di investimento</b>	89.949,70	325.017,66	795.168,21	1.678.456,24	2.246.721,36	1.938.046,19	1.989.774,80	2.151.114,23	2.120.222,31	114.721,26	252.376,20	1.208.251,14
<b>Obbligazioni e altri titoli a reddito fisso</b>	2.557.478,59	2.828.077,31	19.612.763,21	17.859.095,84	16.847.598,27	18.925.372,33	19.702.143,21	20.972.303,49	22.719.622,54	1.359.654,76	1.770.194,66	1.727.254,25
<i>Quotati</i>	2.345.755,31	2.521.277,47	18.977.953,93	16.656.127,37	15.775.037,78	17.850.941,06	18.760.727,05	20.037.296,35	21.981.238,75	1.284.365,39	1.698.604,01	1.619.214,25
<i>Non quotati</i>	182.839,40	280.782,78	587.308,05	1.157.582,99	1.004.991,72	683.871,01	544.247,62	540.019,24	482.843,69	49.891,14	46.279,34	83.326,15
<i>Obbligazioni convertibili</i>	28.883,88	26.017,05	47.501,23	45.385,49	67.568,76	390.560,27	397.168,54	394.987,90	255.540,10	25.398,23	25.311,31	24.713,85
<b>Finanziamenti</b>	42.412,11	42.601,38	379.905,35	745.239,27	285.024,65	237.839,16	191.029,88	155.667,93	130.679,68	2.379,50	2.552,68	3.550,70
<i>Prestiti con garanzia reale</i>	12.772,12	10.544,41	8.469,81	7.040,10	5.899,41	4.644,97	3.639,75	2.551,19	1.585,24	-	-	-
<i>Prestiti su polizze</i>	169,09	358,65	348.759,17	316.400,05	274.059,21	228.248,40	180.579,35	148.081,76	124.151,06	720,77	1.347,90	852,63
<i>Altri prestiti</i>	29.470,91	31.698,32	22.676,37	421.799,12	5.066,03	4.945,79	6.810,79	5.034,98	4.943,38	1.658,73	1.204,77	2.698,07
<b>Altro</b>	11.149.995,84	11.710.807,03	9.527.111,23	9.592.576,92	9.616.724,43	10.626.543,99	9.751.307,07	9.258.186,35	10.084.902,97	8.334.773,39	8.509.649,41	8.044.562,41
<b>TOTALE INVESTIMENTI</b>	30.910.610,16	32.879.912,18	54.282.693,83	55.738.114,22	57.220.025,77	63.588.182,76	64.505.233,98	64.443.528,77	65.895.772,04	37.622.946,63	38.593.025,67	41.170.272,27

GENERALI	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Investimenti relativi a prestazioni connesse con fondi di investimento e indici di mercato	151.359,84	172.172,61	1.082.645,56	936.415,41	668.456,41	693.179,54	675.223,37	584.552,92	589.416,64	79.754,14	119.179,07	3.598.802,87
Investimenti derivanti dalla gestione dei fondi pensione	-	-	177.780,05	216.789,62	198.847,26	360.617,36	469.744,92	532.013,64	653.430,95	-	-	-
Cash and equivalent	827.140,28	874.375,51	1.631.057,00	3.536.837,73	2.552.358,44	2.783.126,28	1.886.517,62	3.071.534,43	2.099.381,28	1.302.727,27	1.223.599,23	1.099.732,46

GENERTEL LIFE(*)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Real estate and equivalent	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Investimenti in imprese del gruppo ed in altre partecipate:	3.149,63	3.640,88	3.544,45	3.471,05	4.054,47	153.721,99	212.709,88	571.245,37	542.441,45	526.444,15	539.580,24	572.980,63
Altri investimenti finanziari:	393.406,89	482.246,00	511.185,83	570.569,80	578.298,98	6.293.971,62	7.400.231,68	7.272.145,24	10.375.242,45	10.979.585,00	14.705.504,99	18.906.039,46
Azioni e quote	32.481,98	50.421,10	40.330,11	39.142,89	60.633,99	459.114,00	609.891,44	481.344,98	388.498,90	419.187,26	472.359,78	467.644,75
Azioni quotate	28.148,63	46.087,76	33.445,00	28.064,98	42.893,34	443.252,20	594.029,65	465.484,26	369.089,00	400.628,02	457.332,89	455.821,42
Azioni non quotate	4.330,94	4.330,94	6.885,08	11.077,18	17.739,94	15.860,72	15.860,72	15.860,72	19.409,89	18.559,24	15.026,89	11.823,33
Quote	2,41	2,41	0,02	0,73	0,71	1,08	1,08	-	-	-	-	-
Quote di fondi comuni di investimento	2.755,18	10.161,00	24.005,40	64.718,34	66.731,61	277.030,98	374.120,11	468.017,19	564.534,12	689.403,56	1.911.306,07	2.063.135,23
Obbligazioni e altri titoli a reddito fisso	358.168,46	421.663,90	446.850,33	466.708,57	450.933,38	5.546.048,86	6.231.503,32	6.302.253,98	9.414.391,79	9.862.327,72	12.315.064,53	16.370.045,40
Quotati	357.168,46	420.163,80	438.899,99	435.511,13	431.802,75	5.439.178,72	6.127.682,83	6.171.664,65	9.287.419,06	9.758.111,45	12.223.860,48	16.281.891,71
Non quotati	1.000,00	1.500,10	7.950,34	31.197,44	19.130,63	82.680,14	78.306,00	105.040,17	113.622,91	89.515,30	91.204,06	70.086,66
Obbligazioni convertibili	-	-	-	-	-	24.190,00	25.514,49	25.549,16	13.349,83	14.700,96	-	18.067,03
Finanziamenti	-	-	-	-	-	9.333,13	8.611,13	7.796,44	7.817,64	6.072,92	4.629,55	3.033,41
Prestiti con garanzia reale	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Prestiti su polizze	-	-	-	-	-	9.299,50	8.578,48	7.770,98	7.799,03	6.063,10	4.621,03	3.024,89
Altri prestiti	-	-	-	-	-	33,63	32,65	25,46	18,62	9,82	8,51	8,51
Altro	3,18	1,12	0,95	1,04	1,02	2.444,65	176.105,68	12.732,65	-	2.593,55	2.145,06	2.180,67
TOTALE INVESTIMENTI	396.558,42	485.888,00	514.731,23	574.041,88	582.354,47	6.447.693,61	7.612.941,55	7.843.390,60	10.917.683,90	11.506.029,14	15.245.085,23	19.479.020,09

GENERTEL LIFE(*)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Investimenti relativi a prestazioni connesse con fondi di investimento e indici di mercato	-	-	-	-	-	867.470,55	843.661,91	726.130,96	901.679,68	884.211,99	2.802.502,13	4.474.301,12
Investimenti derivanti dalla gestione dei fondi pensione	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cash and equivalent	81.587,79	28.711,55	74.157,80	78.776,45	25.647,53	563.671,49	445.363,74	1.827.124,74	477.455,85	2.450.344,86	1.094.639,18	636.322,50

(\*) Si precisa che nel periodo 2004-2008 i dati si riferiscono a Genertel.

FIDEURAM VITA	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Real estate and equivalent</b>	11.114,76	10.605,98	10.097,18	14.748,24	14.595,60
<b>Investimenti in imprese del gruppo ed in altre partecipate:</b>	42.717,64	36.883,98	38.496,72	38.601,62	36.665,44
<b>Altri investimenti finanziari:</b>	2.309.484,51	2.687.497,15	2.865.073,10	4.008.047,25	4.141.793,02
<b>Azioni e quote</b>	103.970,14	119.011,50	90.701,10	168.836,18	132.825,76
<i>Azioni quotate</i>	103.970,14	119.011,50	90.325,48	168.836,18	132.825,76
<i>Azioni non quotate</i>	-	-	375,62	-	-
<i>Quote</i>	-	-	-	-	-
<b>Quote di fondi comuni di investimento</b>	53.165,36	52.962,79	56.024,67	127.797,38	177.939,74
<b>Obbligazioni e altri titoli a reddito fisso</b>	2.149.293,79	2.513.031,23	2.716.385,74	3.709.989,52	3.829.865,86
<i>Quotati</i>	2.147.117,76	2.457.550,16	2.662.869,15	3.635.421,54	3.748.054,15
<i>Non quotati</i>	2.176,03	55.481,08	53.516,59	70.548,98	77.792,71
<i>Obbligazioni convertibili</i>	-	-	-	4.019,00	4.019,00
<b>Finanziamenti</b>	2.815,21	2.311,62	1.812,09	1.324,18	1.141,16
<i>Prestiti con garanzia reale</i>	-	-	-	-	-
<i>Prestiti su polizze</i>	2.815,21	2.311,62	1.812,09	1.324,18	1.141,16
<i>Altri prestiti</i>	-	-	-	-	-
<b>Altro</b>	240,00	180,00	149,50	100,00	20,50
<b>TOTALE INVESTIMENTI</b>	2.357.759,53	2.729.684,11	2.908.618,41	4.054.022,99	4.185.756,25



FIDEURAM VITA	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Investimenti relativi a prestazioni connesse con fondi di investimento e indici di mercato</b>	7.267.264,76	11.280.676,51	15.045.077,60	18.185.738,37	22.082.689,79
<b>Investimenti derivanti dalla gestione dei fondi pensione</b>	377.922,15	489.441,62	662.520,00	818.016,96	956.030,49
<b>Cash and equivalent</b>	472.897,38	234.132,84	1.173.848,43	1.056.409,14	839.235,79

UNIPOLSAI(*)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Real estate and equivalent</b>	1.985.784,63	2.047.414,87	2.106.460,50	2.146.337,37	2.111.738,60	2.327.516,16	2.315.224,32	2.133.020,93	1.893.413,68	1.804.100,04	3.792.761,04	5.452.073,57
<b>Investimenti in imprese del gruppo ed in altre partecipate:</b>	2.750.698,34	2.719.369,48	2.977.468,17	3.686.203,28	4.286.177,50	4.099.101,48	3.661.728,89	3.503.229,51	2.775.839,11	2.707.532,37	3.757.164,12	2.469.317,24
<b>Altri investimenti finanziari:</b>	10.011.095,32	11.017.160,01	11.720.368,39	11.276.635,34	10.123.004,03	10.257.449,83	10.462.445,90	9.937.199,37	10.844.226,94	11.054.906,40	35.928.313,85	36.713.938,96
<b>Azioni e quote</b>	1.505.614,73	1.522.437,55	1.770.989,56	1.598.098,18	1.195.182,10	1.137.780,51	830.281,99	634.834,06	471.049,33	438.398,93	885.901,16	606.077,83
<i>Azioni quotate</i>	1.475.505,04	1.491.699,23	1.739.439,40	1.592.681,46	1.188.691,63	1.130.101,83	815.000,44	615.193,08	447.132,70	320.694,07	719.423,13	453.443,02
<i>Azioni non quotate</i>	28.609,69	29.238,31	30.050,15	3.916,71	4.990,47	6.178,68	13.781,55	18.140,98	23.697,10	117.485,34	166.478,03	152.634,81
<i>Quote</i>	1.500,00	1.500,00	1.500,00	1.500,00	1.500,00	1.500,00	1.500,00	1.500,00	219,52	219,52	-	-
<b>Quote di fondi comuni di investimento</b>	278.019,85	356.921,19	402.124,71	586.048,78	633.046,94	727.958,36	638.397,66	623.856,85	522.242,53	443.345,94	1.380.481,89	1.732.029,29
<b>Obbligazioni e altri titoli a reddito fisso</b>	8.113.884,10	9.046.163,96	9.497.237,44	9.045.407,49	8.048.844,30	8.265.201,34	8.959.957,45	8.651.280,72	9.808.851,17	10.137.122,56	33.296.080,09	33.977.193,42
<i>Quotati</i>	7.862.543,12	8.807.804,49	9.335.120,16	8.892.772,97	7.882.727,41	8.084.457,42	8.822.805,31	8.550.194,95	9.723.583,18	10.046.075,80	33.097.564,18	33.781.919,60
<i>Non quotati</i>	245.512,17	237.342,84	161.101,85	151.624,03	159.927,68	117.106,67	79.921,94	75.244,92	69.756,99	74.556,34	192.837,18	191.355,36
<i>Obbligazioni convertibili</i>	5.828,81	1.016,63	1.015,43	1.010,49	6.189,22	63.637,26	57.230,20	25.840,86	15.511,01	16.490,42	5.678,73	3.918,46
<b>Finanziamenti</b>	80.939,32	77.468,30	49.375,56	46.409,37	44.130,17	36.434,47	33.096,19	26.611,79	24.013,92	20.146,90	159.820,64	148.082,89
<i>Prestiti con garanzia reale</i>	34.912,73	29.457,99	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Prestiti su polizze</i>	40.628,61	42.854,35	42.560,06	38.669,32	35.660,44	32.362,33	28.749,80	22.732,12	19.491,72	15.789,61	54.751,96	45.160,22
<i>Altri prestiti</i>	5.397,98	5.155,97	6.815,49	7.740,05	8.469,73	4.072,13	4.346,38	3.879,67	4.522,20	4.357,28	105.068,69	102.922,67
<b>Altro</b>	413.785,98	340.454,86	68.611,16	66.263,74	266.455,75	151.764,15	57.538,23	52.462,25	64.825,04	58.075,41	236.103,91	276.642,52
<b>TOTALE INVESTIMENTI</b>	14.135.834,64	1.023.707,44	15.819.036,84	16.101.599,51	15.529.706,06	15.581.998,37	15.338.612,56	14.558.785,65	14.613.527,93	14.706.672,12	41.611.932,33	41.935.379,96

UNIPOLSAI(*)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Investimenti relativi a prestazioni connesse con fondi di investimento e indici di mercato</b>	642.532,66	623.936,66	570.622,20	467.671,55	364.616,20	338.834,83	229.145,26	184.368,00	185.181,59	125.726,72	380.579,19	349.139,80
<b>Investimenti derivanti dalla gestione dei fondi pensione</b>	82.695,43	105.469,24	125.859,96	143.251,56	139.984,60	178.487,90	205.620,87	212.200,00	240.756,00	264.248,81	3.405.334,63	3.575.690,14
<b>Cash and equivalent</b>	291.679,28	434.571,04	312.281,15	319.943,19	458.329,98	666.744,26	591.318,63	918.193,96	508.933,14	567.139,83	394.731,97	777.878,57

(\*) Si precisa che nel periodo 2004-2013 i dati sono riferibili a Fondiaria-Sai S.p.A. Dal 2014, i dati sono riferibili a UnipolSai Assicurazioni S.p.A., società nata dalla fusione per incorporazione in Fondiaria-Sai S.p.A. di Unipol Assicurazioni S.p.A., Milano Assicurazioni S.p.A. e Premafin S.p.A.

MEDIOLANUM VITA	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Real estate and equivalent</b>	113.660,63	87.802,10	50.234,15	42.503,94	42.943,94	213.273,97	214.391,90	250.227,00	249.514,14	244.972,78	238.543,86	234.852,73
<b>Investimenti in imprese del gruppo ed in altre partecipate:</b>	114.330,47	114.336,48	93.620,52	14.123,45	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Altri investimenti finanziari:</b>	1.087.681,47	1.109.117,31	1.193.261,82	1.214.823,56	1.220.298,44	5.041.621,53	5.951.934,20	5.559.720,70	4.338.505,76	2.641.866,51	2.047.747,81	1.795.754,37
<b>Azioni e quote</b>	13,59	13,68	-	98.849,36	98.849,36	98.849,36	98.849,36	72.932,48	66.049,56	65.567,41	65.541,02	70.950,56
<i>Azioni quotate</i>	-	-	-	97.516,30	97.516,30	97.516,30	97.516,30	71.599,42	64.826,50	64.826,50	64.826,50	70.309,34
<i>Azioni non quotate</i>	-	-	-	1.333,06	1.333,06	1.333,06	1.333,06	1.333,06	1.223,06	740,91	714,52	641,22
<i>Quote</i>	13,59	13,68	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Quote di fondi comuni di investimento</b>	58.672,31	56.645,24	52.939,09	27.191,64	30.635,34	38.957,28	29.935,40	29.128,47	32.103,84	35.953,31	34.901,87	32.064,43
<b>Obbligazioni e altri titoli a reddito fisso</b>	964.005,86	1.038.515,86	1.126.460,82	1.069.538,87	1.078.135,86	4.892.244,83	5.752.194,92	5.336.857,09	4.029.325,18	2.531.890,74	1.938.122,32	1.686.684,96
<i>Quotati</i>	946.820,54	1.028.558,38	1.115.889,09	1.063.939,01	1.076.366,40	4.876.223,18	5.735.877,46	5.320.222,32	4.021.598,58	2.523.812,52	1.929.664,96	1.686.458,14
<i>Non quotati</i>	17.185,31	9.957,48	10.571,73	5.599,85	1.769,46	16.021,64	16.317,46	16.634,77	7.726,60	8.078,23	8.457,37	226,83
<i>Obbligazioni convertibili</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Finanziamenti</b>	12.067,57	11.762,92	10.429,79	9.618,57	9.691,07	10.027,58	9.367,13	8.860,11	8.277,01	7.065,50	6.811,51	5.866,46
<i>Prestiti con garanzia reale</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Prestiti su polizze</i>	11.962,93	11.663,72	10.336,19	9.530,78	9.609,29	9.952,02	9.298,02	8.797,66	8.221,46	7.017,03	6.770,43	5.833,03
<i>Altri prestiti</i>	104,63	99,21	93,60	87,79	81,78	75,55	69,11	62,45	55,55	48,47	41,08	33,43
<b>Altro</b>	52.922,16	2.179,61	3.432,12	9.625,13	2.986,82	1.542,50	61.587,39	111.942,56	202.750,16	1.389,54	2.371,08	187,96
<b>TOTALE INVESTIMENTI</b>	1.258.842,25	1.267.354,84	1.311.999,41	1.250.198,98	1.241.770,42	5.148.258,52	6.059.130,15	5.684.834,20	4.463.262,82	2.764.352,89	2.167.019,74	1.913.180,74

MEDIOLANUM VITA	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Investimenti relativi a prestazioni connesse con fondi di investimento e indici di mercato</b>	8.491.683,53	9.914.540,20	10.464.936,27	10.278.068,66	8.062.898,62	9.830.278,17	10.390.685,14	9.592.868,41	9.812.539,22	10.305.671,25	12.413.298,47	14.531.173,08
<b>Investimenti derivanti dalla gestione dei fondi pensione</b>	4.955,21	7.955,54	11.702,73	13.205,78	11.093,66	13.265,11	-	-	-	-	-	-
<b>Cash and equivalent</b>	389.215,17	446.049,40	427.558,88	685.254,75	373.745,14	1.810.839,66	1.097.289,35	770.437,41	1.235.637,88	1.014.375,24	710.009,50	296.040,32

POSTE VITA	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Real estate and equivalent</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Investimenti in imprese del gruppo ed in altre partecipate:</b>	348,96	671,62	157.937,94	158.753,07	181.001,82	195.950,92	203.438,11	227.105,03	231.688,47	235.510,69	208.635,24	215.361,16
<b>Altri investimenti finanziari:</b>	8.026.804,43	11.274.387,07	15.270.351,91	18.253.221,94	20.015.878,34	27.181.017,40	32.854.254,56	38.592.421,05	45.816.462,14	56.554.426,87	70.030.376,05	83.817.005,88
<b>Azioni e quote</b>	144.045,72	351.572,89	1.357,85	2.658,21	2.298,95	3.660,50	6.407,81	5.511,23	4.488,17	5.067,33	7.782,24	8.285,81
<i>Azioni quotate</i>	144.045,72	351.572,89	1.357,85	2.658,21	2.298,95	3.660,50	6.407,81	5.511,23	4.488,17	5.067,33	7.782,24	8.285,81
<i>Azioni non quotate</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Quote</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Quote di fondi comuni di investimento</b>	-	-	89,82	1.400.262,27	1.451.286,88	1.687.246,98	2.511.767,46	2.575.470,31	2.240.417,47	1.511.629,24	3.245.014,06	10.548.093,42
<b>Obbligazioni e altri titoli a reddito fisso</b>	7.882.758,72	10.922.814,17	15.268.904,24	16.850.301,46	18.562.292,50	25.490.109,92	30.333.000,65	36.011.439,08	43.571.556,07	55.037.730,30	66.777.579,75	73.260.626,65
<i>Quotati</i>	7.710.855,35	10.771.027,99	15.262.518,55	16.120.621,16	18.314.169,38	25.250.936,43	29.257.375,82	34.842.925,81	39.964.276,50	53.931.160,52	66.172.181,47	73.206.227,08
<i>Non quotati</i>	37.513,32	21.054,67	6.385,69	729.680,30	248.123,13	239.173,49	1.075.624,83	1.168.513,27	3.607.279,57	1.106.569,78	605.398,28	54.399,57
<i>Obbligazioni convertibili</i>	134.390,05	130.731,51	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Finanziamenti</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Prestiti con garanzia reale</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Prestiti su polizze</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Altri prestiti</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Altro</b>	-	-	-	-	-	-	3.078,65	0,43	0,43	-	-	-
<b>TOTALE INVESTIMENTI</b>	8.027.153,39	11.275.058,68	15.428.289,85	18.411.975,01	20.196.880,15	27.376.968,33	33.057.692,66	38.819.526,08	46.048.150,60	56.789.937,56	70.239.011,29	84.032.367,04

POSTE VITA	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Investimenti relativi a prestazioni connesse con fondi di investimento e indici di mercato	6.354.686,73	8.812.745,72	10.136.124,09	10.744.948,65	10.578.063,96	10.153.745,20	10.754.712,28	9.580.911,35	9.714.369,93	9.306.143,50	8.599.962,13	7.304.417,61
Investimenti derivanti dalla gestione dei fondi pensione	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cash and equivalent	555.972,07	653.925,05	555.389,11	475.449,90	2.766.064,66	863.407,65	628.526,78	1.158.144,25	2.244.344,42	1.585.107,63	1.301.826,79	3.188.121,06

*Fonte: elaborazioni interne di dati di ANIA, Infobila, 2016.*

Dai dati emerge quanto segue:

- gli investimenti in titoli obbligazionari (*bonds*) rappresentano la principale *asset class*, con una preferenza per i titoli quotati;
- gli investimenti in titoli azionari (*equities*) rappresentano una marginale *asset class*, con una preferenza per i titoli quotati;
- gli investimenti in immobili (*real estate and equivalent*) rappresentano una parte non significativa degli investimenti delle imprese considerate;
- gli investimenti relativi a prestazioni connesse con fondi di investimento (*unit linked*) e indici di mercato (*index linked*) rappresentano *asset class* più consistente di quella relativa ai titoli azionari; emerge comunque un andamento non costante nel tempo e crescente negli ultimi anni (in coerenza con quanto sopra illustrato).

Ai fini della presente trattazione, sono messi a confronto gli investimenti effettuati nel tempo dall'impresa di assicurazione che nel 2015 aveva il portafoglio di investimenti di importo più consistente (Figura 3.12) rispetto alla restante parte del campione con gli investimenti effettuati nel tempo dall'impresa di assicurazione che nel 2015 aveva il portafoglio di investimenti di importo meno consistente (Figura 3.13) rispetto alla restante parte del campione.

Come rappresentato dai grafici che seguono, le imprese di assicurazione considerate presentano due differenti tipologie di linee di investimento.

In particolare, l'impresa con il portafoglio di investimenti più consistente, nel tempo:

- ha notevolmente incrementato gli investimenti in titoli obbligazionari;
- ha mantenuto sostanzialmente costanti gli investimenti relativi a prestazioni connesse con fondi di investimento (*unit linked*) e indici di mercato (*index linked*) con un andamento decrescente negli ultimi anni;
- ha una componente residuale di investimenti in azioni, con una preferenza per le azioni quotate rispetto a quelle non quotate, e in *real estate*.

Per contro, l'impresa con il portafoglio di investimenti meno consistente, nel tempo:

- ha in valore assoluto diminuito gli investimenti in titoli obbligazionari;
- ha incrementato notevolmente gli investimenti relativi a prestazioni connesse con fondi di investimento (*unit linked*) e indici di mercato (*index linked*) con un andamento relativamente altalenante nei primi anni del periodo considerato;



- ha una componente residuale di investimenti in azioni, con una preferenza per le azioni quotate rispetto a quelle non quotate, e in *real estate*.

Figura 3.12. Impresa di assicurazione vita con portafoglio investimenti più consistente.

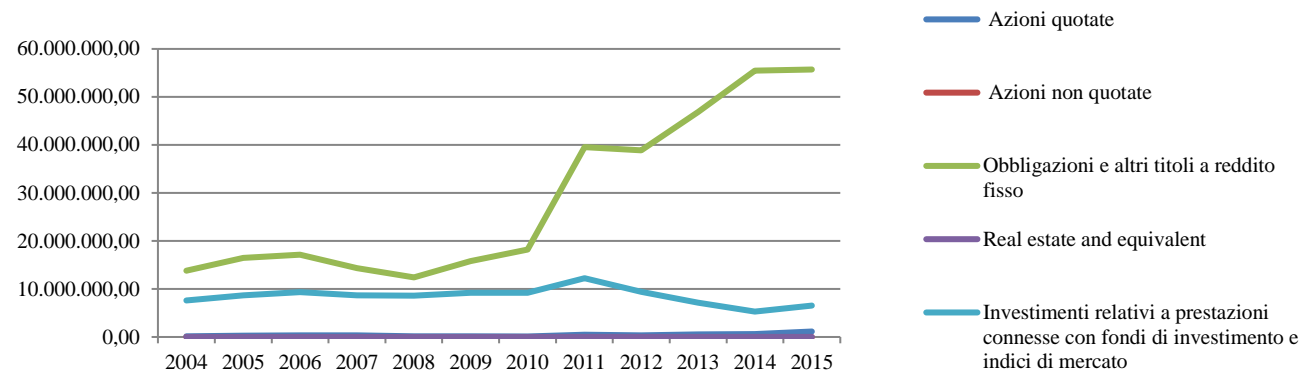
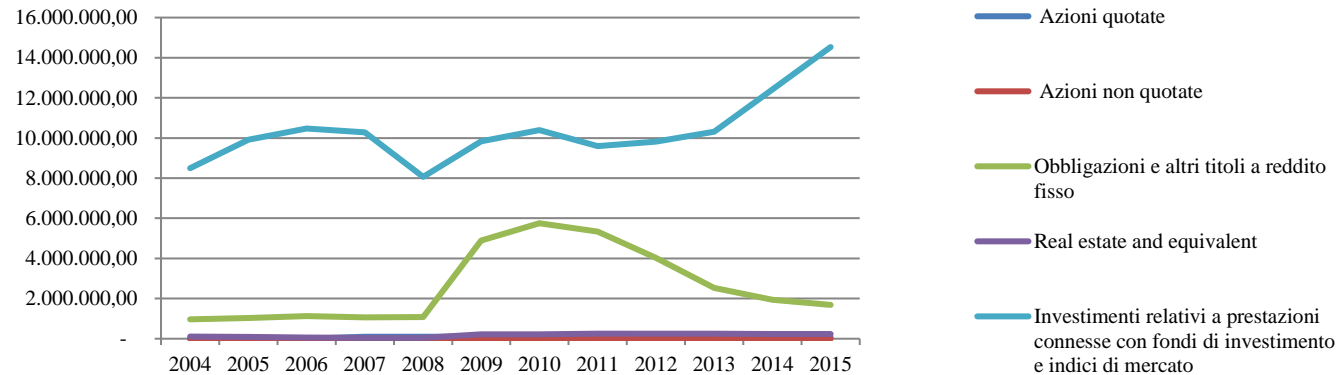


Figura 3.13. Impresa di assicurazione vita con portafoglio investimenti meno consistente.



Fonte: elaborazioni interne di dati di ANIA, Infobila, 2016.

## Bibliografia

Antoniou A., Guney Y. e Paudyal K., *The determinants of corporate debt maturity structure*, Centre for Empirical Research in Finance, Department of Economics and Finance, University of Durham, version 1.4, 2002.

Association of British insurers (ABI); *Statistics Life Insurers*, 2016.

Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici (ANIA), *Infobila*, 2016.

Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), *Statistics*, 2016.

Bailey A. H., *On the principles on which funds of life assurance societies should be invested*, Journal of the Institute of Actuaries, 10, 3, 1862.

Baum A. E. & Crosby N., *Property investment appraisal*, Blackwell Publishing, Oxford, 2014.

Blake D., *Portfolio choice models of pension funds and life assurance companies: similarities and differences*, The Geneva Papers on Risk and Insurance, 24, 3, 1999.

Cassazione Civile, Sez. III, n. 6061, 18 aprile 2012.

Commissione europea, *Special Eurobarometer 446: Financial Products and Services*, luglio 2016.

Davis E. P., *Financial market activity of life insurance companies and pension funds*, Economic Paper N. 21, Bank for International Settlements, 1988.

Davis E.P., *Portfolio regulation of life insurance companies and pension funds*, Brunel University, West London, 2000.

Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo Unico della Finanza (TUF).

Decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 - Codice delle Assicurazioni Private (CAP).

Deutsche Bundesbank, *Statistics*, 2015.

Dew-Becker I., *Investment and the cost of capital in the cross-section: the term spread predicts the duration of investment*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2012.

Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (solvibilità II).

EIOPA, *Statistics*, 2015.

EIOPA, *Insurance stress test 2014*, EIOPA-BOS-14-203.

EIOPA, *Financial Stability Report*, EIOPA-FSC-16-010/2016.

Ferran E., *Principles of corporate finance law*, Oxford University Press, New York, 2008.

Forni S., *Assicurazioni e impresa. Manuale professionale di diritto delle assicurazioni private*, Giuffrè Editore, Milano, 2009.

Hart O. H., *Life insurance companies and the equity capital markets*, The Journal of Finance, 20, 2, 1965.

Henebry K. L. & Diamond J. M., *Life insurance company investment portfolio composition and investment regulation*, Journal of Insurance Issues, 21, 2, 1998.

Insurance Europe & Oliver Wyman, *Funding the future*, 2013.

Insurance Europe, *European Insurance in Figures: 2014 data*, Statistics N. 51, 2015.

Insurance Europe, *Statistics*, 2016.

Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni (IVASS), *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2015*, Roma, 2016.

Manganelli B., *La valutazione degli investimenti immobiliari*, Franco Angeli, Milano, 2014.

Miani S., *I prodotti assicurativi*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2010.

Nwobodo I. C., *The determinants of portfolio selection by life insurance companies and the effects of monetary policy on their portfolios*, Iowa State University, 1975.

Pilbeam K., *Finance and financial markets*, Palgrave Macmillan, Hampshire, 2010.

Prima direttiva 79/267/CEE del Consiglio, del 5 marzo 1979, recante coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative riguardanti l'accesso all'attività dell'assicurazione diretta sulla vita ed il suo esercizio.

Regio Decreto-Legge 19 aprile 1939, n. 636 recante modificazioni delle disposizioni sulle assicurazioni obbligatorie per l'invalidità e la vecchiaia, per la tubercolosi e per la disoccupazione involontaria, e sostituzione dell'assicurazione per la maternità con l'assicurazione obbligatoria per la nuzialità e la natalità.

Regolamento CONSOB n. 11522 del 1° luglio 1998 di attuazione del Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari.

Regolamento ISVAP n. 38 del 3 giugno 2011 concernente la costituzione e l'amministrazione delle gestioni separate delle imprese che esercitano l'assicurazione sulla vita.

Rennie R. A., *Investment strategy for the life insurance company*, J. D. Cummins editor, Homewood, 1977.

Revell J. R. S., *Reviewed work: Investment policies of life insurance companies. by L. D. Jones*, The Economic Journal, 79, 315, 1969.

Roll R., *Investment diversification and bond maturity*, The Journal of Finance, 26, 1, 1971.

*Tribunale di Busto Arsizio, 6 novembre 2009*, Banca Borsa Titoli di Credito, II, 2012.

*Tribunale Trani, 11 marzo 2008*, in Nuova giurisprudenza civile commentata, I, 2009.

Watson D. & Head A., *Corporate finance: principles and practice*, Pearson Education, London, 2010.

[PAGINA VOLUTAMENTE LASCIATA IN BIANCO]

**CAPITOLO III**  
**L'IMPRESA DI ASSICURAZIONE VITA NELL'ORIZZONTE DI LUNGO**  
**PERIODO**

**SEZIONE II**  
**L'IMPRESA DI ASSICURAZIONE VITA**  
**NEL CONTESTO DI RIFERIMENTO:**  
**RIFLESSIONI DI NATURA MICROPRUDENZIALE E**  
**MACROPRUDENZIALE**

**1. Introduzione. – 2. Il contesto di riferimento. – 3. Le misure intraprese dalle imprese di assicurazione vita in ottica microprudenziale. – 4. Le imprese di assicurazione vita in un'ottica macroprudenziale. – 4.1. Le imprese di assicurazione vita e il rischio sistemico. – 4.1.1. Attività non tradizionali e non assicurative. – 4.1.2. Prociclicità nei portafogli di investimento. – 4.1.3. Vulnerabilità a uno scenario sfavorevole combinato. – 4.1.4. Concentrazione del portafoglio di investimento. – 4.1.5. Adeguati livelli di capitalizzazione e riservazione. – 4.2. Le sfide delle imprese di assicurazione vita in un'ottica macroprudenziale. – 4.2.1. Le misure correttive del mercato e delle Autorità di Vigilanza. – 4.2.2. Gli obiettivi da perseguire in ottica macroprudenziale. – 5. Gli elementi chiave per monitorare gli effetti del contesto di riferimento. – Bibliografia.**

**1. Introduzione**

Nella Sezione che precede, le imprese di assicurazione, in particolare quelle operanti nel *business* vita, sono state analizzate considerando le due principali componenti di bilancio: le *liabilities*, ossia le obbligazioni assunte dall'impresa nei confronti degli assicurati, e gli *assets*, ossia gli investimenti svolti dall'impresa al fine di adempiere a dette obbligazioni. A tal fine, è stato analizzato un campione di Paesi europei e di imprese di assicurazione vita, selezionati secondo criteri basati in prevalenza sul grado di significatività del *business* rispetto alla complessità del settore assicurativo europeo.

Dall'analisi della produzione vita degli ultimi dieci anni dei principali Paesi europei in termini di premi vita raccolti, è emerso che la produzione è rimasta sostanzialmente costante e in linea con le tendenze storiche del Paese considerato. Quindi, ad esempio, in Italia e in Francia si è registrata una produzione vita maggiore con riferimento ai prodotti assicurativi tradizionali (per esempio, di ramo I) rispetto ai prodotti finanziari assicurativi (per esempio, *unit linked*). Nel periodo considerato, si è tuttavia verificato, con riferimento al campione interessato, un graduale aumento della raccolta di ramo III, i cosiddetti prodotti *linked*. Dall'analisi degli investimenti, invece, è emerso che le imprese di assicurazione vita europee sono tradizionalmente orientate all'investimento in titoli obbligazionari, prevalentemente per la loro capacità di essere utilizzati a copertura delle riserve tecniche considerando la durata nel tempo.

Da un'analisi più granulare dei dati relativi alle principali imprese di assicurazione vita italiane, è emerso che la strategia di investimento può dipendere anche dalle dimensioni dell'impresa. In particolare, l'impresa con il portafoglio di investimenti di ammontare più elevato ha assunto strategie maggiormente orientate a investimenti in *bonds* a differenza dell'impresa di dimensioni più piccole che ha operato investimenti maggiormente orientati verso gli *equities*.

In un contesto di persistenti bassi tassi di interesse, come quello attuale (anno 2016), possono tuttavia sorgere criticità legate prevalentemente alla capacità dell'impresa di assicurazione di riconoscere all'assicurato la prestazione contrattualmente garantita. In tale ambito, nella presente Sezione le imprese di assicurazione vita sono analizzate nel contesto attuale di riferimento, caratterizzato da bassi tassi di interesse che provocano effetti negativi sulle imprese stesse. La tematica è sviluppata sia a livello microprudenziale di singola impresa sia a livello macroprudenziale di settore assicurativo e finanziario europeo.

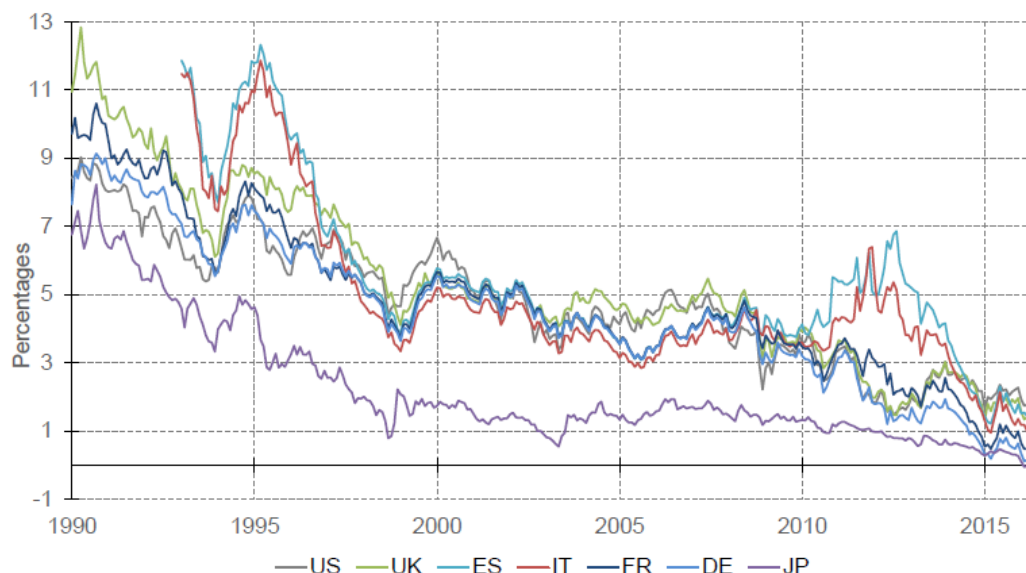
## **2. Il contesto di riferimento**

I bassi tassi di interesse creano effetti negativi per le imprese di assicurazione, specialmente per quelle operanti nel *business* vita. I rendimenti degli investimenti diminuiscono e per le imprese di assicurazione vita, che per natura offrono un rendimento garantito all'assicurato, questa situazione di mercato determina un maggiore rischio che i rendimenti del portafoglio di investimento siano inferiori al minimo garantito e che, conseguentemente, si realizzino perdite con erosione di capitale. Le imprese di assicurazione non vita, invece, proprio per le loro caratteristiche di *business*, specialmente in quanto caratterizzate da obbligazioni di breve periodo, subiscono gli effetti derivanti dai bassi tassi di interesse ma, per lo



più, in termini di minore profitti e non, come invece per le imprese di assicurazione vita, di erosione di capitale<sup>227</sup>.

Figura 3.14. Rendimento dei titoli governativi a 10 anni.



Fonte: Cœuré B., *Assessing the implications of negative interest rates*, discorso tenuto al Yale Financial Crisis Forum, Yale School of Management, New Haven, 28 luglio 2016.

Tabella 3.8. Titoli governativi con rendimenti negativi (USD) per duration.

	3M	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y	15Y	20Y	30Y
Switzerland		-1,058	-1,048	-1,011	-0,936	-0,875	-0,814	-0,764	-0,695	-0,627	-0,572	-0,356	-0,215	-0,062
Japan	-0,4	-0,32	-0,28	-0,277	-0,256	-0,235	-0,227	-0,23	-0,185	-0,147	-0,073	0,087	0,35	0,451
Germany	-0,818	-0,688	-0,694	-0,701	-0,663	-0,566	-0,528	-0,463	-0,367	-0,247	-0,094	0,041	0,269	0,484
Netherlands	-0,774	-0,679	-0,664	-0,641	-0,62	-0,454	-0,458	-0,363	-0,23	-0,086	0,036	0,252	0,348	0,559
Finland		-0,643	-0,653	-0,619	-0,53	-0,497	-0,407	-0,316	-0,208	-0,1	0,067	0,308		0,566
Austria		-0,59	-0,643	-0,597	-0,533	-0,474	-0,412	-0,376	-0,311	-0,025	0,132	0,07	0,558	0,811
Belgium	-0,755	-0,634	-0,66	-0,586	-0,544	-0,467	-0,41	-0,317	-0,162	0,01	0,168	0,547	0,629	1,107
France	-0,677	-0,626	-0,645	-0,613	-0,539	-0,431	-0,337	-0,261	-0,073	0,073	0,224	0,523	0,794	1,012
Sweden	-0,798	-0,775	-0,678		-0,551	-0,364		-0,223	-0,052		0,182	0,692	1	
Denmark	-0,628		-0,594			-0,388			-0,194		0			0,504
Italy	-0,401	-0,25	-0,109	0,007	0,071	0,295	0,474	0,666	0,873	1,094	1,265	1,607	1,915	2,319
UK	0,236	0,129	0,086	0,095	0,16	0,203	0,302	0,394	0,515	0,634	0,732	1,135	1,308	1,459
USA	0,302	0,608	0,793	0,903		1,179		1,452			1,623			2,34

Fonte: Petersen A. - K., *QE Monitor. Dreaming a little taper dream*, Allianz Global Investors, 7 ottobre 2016, p. 5.

Come evidenzia una recente analisi di Cœuré (2016), i tassi di interesse sono bassi con tendenza ad abbassarsi ulteriormente in tutte le principali economie avanzate.

<sup>227</sup> È stato studiato che anche le imprese di assicurazione non vita sono esposte a un contesto di bassi tassi di interesse in termini di solvibilità di impresa. Per dettagli, si veda Berdin E., Pancaro C. e Kok C., *A stochastic forward-looking model to assess the profitability and solvency of european insurers*, SAFE Working paper n. 137, House of Finance, Goethe University, novembre 2016, p. 31 ss.

L'abbassamento dei tassi di interesse, sia nominali sia reali, è una tendenza persistente dagli anni Novanta (Figura 3.14 e Tabella 3.8) ed è facilmente osservabile nei titoli governativi di lungo periodo (10 anni).

#### **Breve sintesi sulle cause di un contesto di tassi negativi<sup>228</sup>**

Nel mese di giugno 2014, l'European Central Bank spingeva i tassi di interesse applicati al *deposit facility* al di sotto dello zero. I tassi venivano poi tagliati ulteriormente nel mese di settembre 2014.

Nel mese di febbraio 2015, la Sveriges Riksbank (la banca centrale svedese) abbassava a sua volta i tassi dei depositi al di sotto dello zero.

La principale motivazione di tali decisioni risiedeva nel fatto che si voleva incentivare gli investimenti nell'economia reale da parte delle *financial institutions* rendendo poco convenienti i depositi, nonché mitigare la crescente minaccia della deflazione, in base alla quale il valore del denaro aumenta nel corso del tempo, *i.e.* un euro domani vale di più di un euro oggi.

La Swiss National Bank (la banca centrale svizzera) e la De Nederlandsche Bank (la banca centrale olandese) adottavano le medesime misure di tassi negativi.

Le banche nazionali di fatto mantenevano depositi presso la propria banca centrale in particolare come strumento di compensazione dei pagamenti e per la garanzia di un tasso di deposito minimo garantito. Le banche nazionali non utilizzavano questo tipo di strumento nei periodi di “normali” condizioni economiche, finanziarie e di mercato in quanto il mercato stesso riusciva a fornire soluzioni alternative (ad esempio, prestiti interbancari) che garantivano un rendimento superiore a quello che le banche avrebbero percepito attraverso il *deposit facility*. Per contro, durante i periodi di crisi e incertezza dei mercati, con bassi tassi di interesse a livello di mercato, alcune banche preferivano il deposito presso la propria banca centrale fino a che non fosse osservata una ripresa economica e finanziaria del mercato, il cosiddetto *fly to quality*.

Questo talvolta non si manifesta.

Le banche continuano ad accantonare riserve presso le proprie banche centrali in ragione della loro crescente avversione al rischio, dei bassi costi opportunità, in un contesto di bassi rendimenti finanziari e di lentezza della ripresa economica.

Le riserve di deposito presso l'European Central Bank continuano a crescere anche dopo la crisi finanziaria<sup>229</sup>.

---

<sup>228</sup> La trattazione è basata sulla seguente analisi di Arteta C. & Stocker M., *Negative interest rates in Europe: a glance at their causes and implications*, Global Economic Prospects, Box 1.1, giugno 2015.

Ciò significa che le citate banche centrali stanno caricando alle banche nazionali gli interessi di deposito; questo implica che le banche nazionali stanno pagando per mantenere le proprie riserve depositate presso le banche centrali. Fino a che punto questi tassi negativi saranno sostenuti dalle stesse banche? Le banche tedesche stanno già agendo sulle commissioni dei conto correnti<sup>230</sup>.

I tassi di interesse negativi dei depositi dovrebbero favorire la ripresa economica in ragione del fatto che le banche nazionali dovrebbero avere l'incentivo a impiegare la liquidità in investimenti alternativi a supporto, diretto o indiretto, della crescita economica, tramite, ad esempio, una pressione al rialzo sui prezzi di tali investimenti alternativi.

Questo andamento risulta significativo anche per l'andamento del rendimento dei titoli governativi (Figura 3.14), in considerazione del fatto che i tassi dell'European Central Bank, ivi incluso il tasso di deposito, costituiscono il *benchmark* per il tasso di interesse *risk free* di mercato, compreso anche quello dei titoli governativi. I tassi negativi dei depositi implicano ad esempio, per le banche centrali sopra citate, tassi negativi anche con riferimento ai *sovereign bonds*, in particolare di breve periodo.

Le possibili cause di bassi tassi di interesse dei titoli governativi sono quindi il basso tasso di inflazione, la propensione all'eccesso di risparmio a livello internazionale (deflazione), nonché la preferenza verso investimenti più sicuri (*fly to quality*), come *fixed-income*. Come conseguenza, vi sono titoli governativi di certi Paesi europei considerati più sicuri che sono caratterizzati da una forte domanda.

In merito rileva l'esperienza della politica economica della Federal Reserve americana dall'era di Alan Greenspan – che guidò la medesima nel ruolo di Presidente dall'anno 1987 all'anno 2006 – caratterizzata da un lato da bassi tassi di interesse sui depositi come incentivo a stimolare l'economia reale, e dall'altro lato da una regolamentazione di larghe maglie, che lasciava ampia discrezionalità agli istituti di credito nella gestione del *business* e dei relativi rischi<sup>231</sup>. I momenti di crisi finanziaria erano sostenuti con interventi incisivi di salvataggio da parte dell'Autorità, la cosiddetta *Greenspan put*, che talvolta creavano comportamenti speculativi e rischiosi legati al rischio di *moral hazard*<sup>232</sup>.

---

<sup>229</sup> ECB, *Statistics*, 2015. Si veda anche la sezione *Standing facilities* del sito internet dell'European Central Bank.

<sup>230</sup> Black J. & Hirsch J., *Negative rates for the people arrive as German Bank gives in*, Bloomberg, 11 agosto 2016.

<sup>231</sup> Friedman B. M., *The Greenspan era: discretion, rather than rules*, NBER Working Paper No. 12118, marzo 2006, p. 2.

<sup>232</sup> Dowd K., *Too big to fail? Long-term capital management and the Federal Reserve*, Cato Institute, Briefing Paper N. 52, settembre 1999, p. 2.

Gli effetti di prolungati bassi tassi di interesse possono variare a seconda delle caratteristiche dell'impresa di assicurazione. Al fine di valutarne l'impatto, un recente studio ha analizzato le imprese di assicurazione vita tenendo conto di quattro principali indicatori<sup>233</sup>: i) la composizione del portafoglio prodotti, considerando in particolare i prodotti che prevedono il riconoscimento di rendimenti minimi garantiti e che sono sensibili ai tassi di interesse; ii) il rendimento mediamente garantito; iii) la differenza tra i rendimenti degli investimenti delle imprese di assicurazione e i rendimenti minimi garantiti riconosciuti all'assicurato, così come le caratteristiche del prodotto (quindi ad esempio se le condizioni contrattuali consentano la riduzione *ex post* dei rendimenti); iv) la differenza tra la *duration* degli *assets* e la *duration* delle *liabilities*.

Con riferimento alla composizione del portafoglio prodotti di cui al punto *sub i*), è stato analizzato che le imprese di assicurazione maggiormente vulnerabili a un contesto di bassi tassi di interesse sono quelle che detengono prodotti assicurativi di risparmio che riconoscono rendimenti, in un orizzonte di lungo periodo, fissati tenendo conto di certi livelli di tassi di interesse. Per contro, imprese di assicurazione vita che detengono prodotti di risparmio che non riconoscono garanzie di lungo periodo e che quindi sono focalizzate sul breve periodo sono vulnerabili al contesto di bassi tassi di interesse in misura minore rispetto alle altre imprese sopra rappresentate.

Con riferimento al rendimento mediamente garantito di cui al punto *sub ii*), è stato analizzato che più alti sono i rendimenti o le garanzie riconosciute contrattualmente all'assicurato e maggiore è il rischio che i rendimenti del portafoglio di investimenti dell'impresa di assicurazione siano inferiori a quelli pattuiti da contratto.

Con riferimento alla differenza tra i rendimenti degli investimenti e quelli riconosciuti agli assicurati di cui al punto *sub iii*), dall'analisi è emerso che più è irrisoria la differenza tra i rendimenti ricavati sul mercato e quelli retrocessi agli assicurati e maggiore è il rischio che i ritorni degli investimenti siano inferiori ai rendimenti minimi garantiti. Questo è parzialmente vero nei casi in cui sia prevista la partecipazione agli utili, in ragione del fatto che il rischio di investimento ricade in parte anche sull'assicurato. Inoltre, l'effetto è attenuato in presenza di rendimenti riconosciuti *at maturity* e non in corso di contratto in quanto questo meccanismo consente all'impresa di assicurazione di operare i necessari aggiustamenti in termini di *asset-liability management* (ALM).

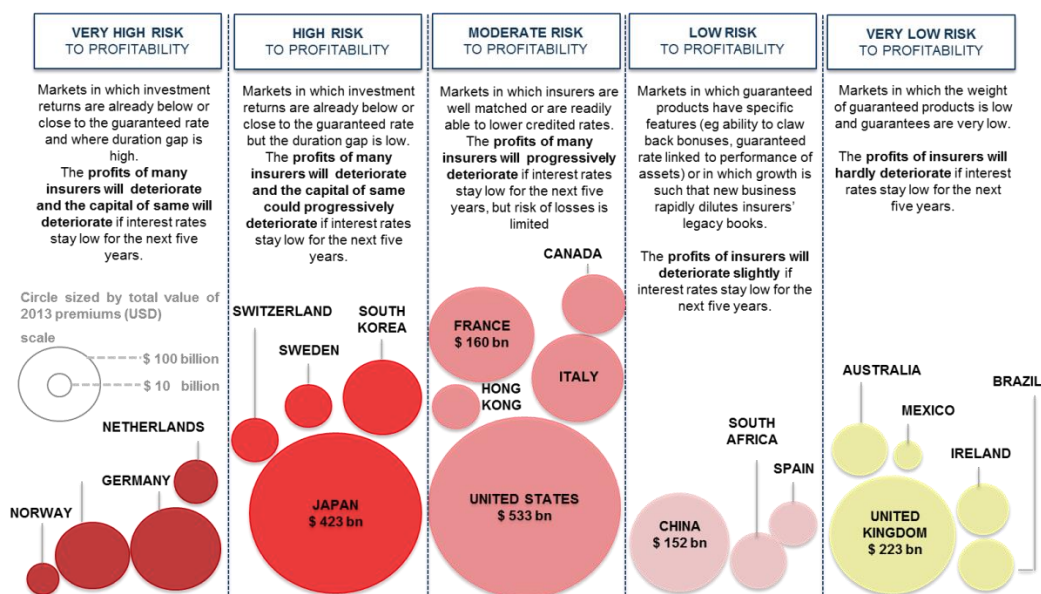
---

<sup>233</sup> Ballentine B., Beattie D., Eiji K., Kashiwakura D., Perez Martinez L., Mirenzi F., Montano J., Serra B., Strauss N. e Yau E., *Low interest rates are credit negative for insurers globally, but risks vary by Country*, Moody's Investors Service, 26 marzo 2015, p. 1.

Infine, con riferimento al *gap* di *duration* di cui al punto *sub iv*), la criticità principale risulta nei casi in cui la *duration* degli attivi è inferiore a quella dei passivi. Ciò significa che in presenza di investimenti che maturano prima delle obbligazioni da riconoscere agli assicurati, a scadenza degli *assets*, le imprese di assicurazione sono costrette a reinvestire per continuare a coprire le obbligazioni assunte, andando così incontro al cosiddetto *reinvestment risk* dato dall'acquisto di nuovi titoli alla scadenza di taluni investimenti<sup>234</sup> e al cosiddetto rischio di disinvestimento dovuto alla vendita anticipata del titolo a scadenza di talune obbligazioni.

In base a tali indicatori, sono state analizzate le principali imprese di assicurazione vita e divise in cinque *cluster*, che si riportano di seguito (Figura 3.15).

Figura 3.15. Esposizione delle imprese di assicurazione vita ai bassi tassi di interesse



Fonte: Ballentine B., Beattie D., Eiji K., Kashiwakura D., Perez Martinez L., Mirenzi F., Montano J., Serra B., Strauss N. e Yau E., *Low interest rates are credit negative for insurers globally, but risks vary by Country*, Moody's Investors Service, 26 marzo 2015, p. 2.

Come evidenzia la figura sopra, tra i Paesi europei maggiormente esposti al contesto di bassi tassi di interesse in relazione alle imprese di assicurazione vita sono la Germania, i Paesi Bassi, la Francia e l'Italia. Il Regno Unito, invece, risulta uno dei Paesi meno esposti. Tenuto conto di quanto rappresentato nella

<sup>234</sup> International Association of Insurance Supervisors, *Global insurance market report (GIMAR) 2016*, 31 gennaio 2017, p. 20.

trattazione che precede con riferimento a tali Paesi (si veda la Sezione I), si analizzano di seguito le motivazioni dei relativi posizionamenti.

#### Germania

Peso dei prodotti con rendimenti minimi garantiti rispetto all'intero portafoglio vita	circa 90%
Rendimento mediamente garantito agli assicurati	circa 3,1% - 3,2%
Rendimento medio di titoli governativi a 10 anni	circa 2,8%
<i>Duration gap:</i>	circa 11 anni
- <i>duration</i> degli attivi	circa 10 anni
- <i>duration</i> dei passivi	circa 20 anni

Le imprese di assicurazione vita tedesche riconoscevano un rendimento superiore al 3% all'anno con riferimento ai prodotti offerti prima dell'anno 2003. Nel tempo il minimo garantito si è drasticamente ridotto e attualmente risulta intorno al 1,25% (dati a gennaio 2015). Tuttavia, il rendimento delle polizze meno recenti rimane ai livelli contrattualmente pattuiti.

Inoltre, le imprese di assicurazione vita sono caratterizzate da una lunga *duration* delle *liabilities* rispetto a una minore *duration* degli *assets*. Ciò significa che le imprese sono significativamente esposte al cosiddetto *reinvestment risk* e al cosiddetto rischio di disinvestimento.

Le imprese di assicurazione vita negli ultimi anni stanno utilizzando parte del loro *buffer* di capitale per adempiere agli alti rendimenti contrattualmente pattuiti in tempi meno recenti<sup>235</sup>. Le competenti Autorità di Vigilanza sono infine intervenute per mitigare possibili effetti negativi imponendo, tra l'altro, di abbassare ulteriormente i minimi garantiti della nuova produzione e di costituire riserve patrimoniali aggiuntive a garanzia degli impegni assunti.

Ciò nonostante, vi sono imprese di assicurazione vita che sono in grado di operare sul mercato assicurativo tedesco in buone condizioni anche in un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse in ragione del loro profilo di rischio che risulta migliore rispetto alle imprese sopra analizzate. Questo in quanto sono prevalentemente imprese di assicurazione con un basso *gap* di *duration* o un'alta percentuale di prodotti *unit linked* in portafoglio<sup>236</sup>.

<sup>235</sup> Un recente studio sulle imprese di assicurazione vita tedesche mostra, in base a determinate metodologie di calibrazione, una probabilità di *default* attesa delle imprese oggetto di analisi di circa il 4,17% fino all'anno 2023. Per maggiori dettagli, si veda Berdin E. & Gründl H., *The effects of a low interest rate environment on life insurers*, ICIR Working paper series n. 15/14, House of Finance, Goethe University, gennaio 2015, p. 31.

<sup>236</sup> In particolare, nella citata analisi di Moody's (2015), tra quest'ultime imprese di assicurazione vita sono comprese: Allianz Lebensversicherungs-AG, AXA Lebensversicherung AG, ERGO Lebensversicherung AG, le imprese di assicurazione vita controllate da Generali Deutschland e

### *Paesi Bassi*

Peso dei prodotti con rendimenti minimi garantiti rispetto all'intero portafoglio vita	circa 60%
Rendimento mediamente garantito agli assicurati	circa 3,5% - 4%
Rendimento medio di titoli governativi a 10 anni	circa 3,1%
<i>Duration gap:</i>	circa 5 anni
- <i>duration</i> degli attivi	circa 9 anni
- <i>duration</i> dei passivi	circa 15 anni

Le imprese di assicurazione vita olandesi hanno mantenuto nel tempo elevati rendimenti minimi in considerazione dell'elevato livello di competizione del mercato. Il portafoglio prodotti non è interamente composto da prodotti con minimo garantito, infatti l'offerta è dedicata anche ai prodotti di tipo *unit linked*. Ciò nonostante tale tipologia di prodotti non mitiga completamente l'eccessivo peso dei rendimenti garantiti previsti dai prodotti tradizionali in quanto anche nel caso di *unit-linked* le imprese di assicurazione hanno talvolta previsto garanzie di rendimento.

Anche in questo caso la *duration* dei passivi è molto elevata. Tuttavia, la regolamentazione nazionale impone da tempo un approccio valutativo *market consistent* del bilancio che ha portato alcune imprese di assicurazione a realizzare una gestione integrata di *asset-liability* (ALM) e conseguentemente a mantenere un *gap* di *duration* significativamente inferiore rispetto alle imprese tedesche<sup>237</sup>.

### *Francia*

Peso dei prodotti con rendimenti minimi garantiti rispetto all'intero portafoglio vita	circa 85%
Rendimento mediamente garantito agli assicurati	circa 1%
Rendimento medio di titoli governativi a 10 anni	circa 3,2%
<i>Duration gap:</i>	circa 5 anni
- <i>duration</i> degli attivi	circa 8 anni
- <i>duration</i> dei passivi	circa 12 anni

---

Zurich Deutscher Herold Lebensversicherung AG. Si veda Ballentine B., Beattie D., Eiji K., Kashiwakura D., Perez Martinez L., Mirenzi F., Montano J., Serra B., Strauss N. e Yau E., *Low interest rates are credit negative for insurers globally, but risks vary by Country*, Moody's Investors Service, 26 marzo 2015, p. 10.

<sup>237</sup> In particolare, nella citata analisi di Moody's (2015), tra le imprese con una efficace ALM sono comprese: Aegon N.V. e NN Group N.V. Si veda Ballentine B., Beattie D., Eiji K., Kashiwakura D., Perez Martinez L., Mirenzi F., Montano J., Serra B., Strauss N. e Yau E., *Low interest rates are credit negative for insurers globally, but risks vary by Country*, Moody's Investors Service, 26 marzo 2015, p. 11.

Come visto nella trattazione che precede, le imprese di assicurazione vita francesi offrono sul mercato prevalentemente prodotti caratterizzati da minimi garantiti, riconosciuti annualmente all'assicurato, il quale percepisce anche una significativa porzione di rendimento eccedente il minimo garantito. Vi sono anche prodotti che prevedono rendimenti garantiti solo per un periodo limitato della durata contrattuale.

Il *gap* di *duration* tra *assets* e *liabilities* è sostanzialmente compensato da un basso rendimento garantito agli assicurati che teoricamente non dovrebbe superare il rendimento del portafoglio di investimenti. Tuttavia, la volontà di rimanere competitive sul mercato tramite l'offerta di prodotti attraenti potrebbe comportare una maggiore esposizione delle imprese di assicurazione vita al rischio di una minore redditività dei propri investimenti.

#### Italia

Peso dei prodotti con rendimenti minimi garantiti rispetto all'intero portafoglio vita	circa 80%
Rendimento mediamente garantito agli assicurati	circa 2% - 3%
Rendimento medio di titoli governativi a 10 anni	circa 4,3%
<i>Duration gap</i> :	circa 1 anno
- <i>duration</i> degli attivi	circa 8 anni
- <i>duration</i> dei passivi	circa 7 anni

Nonostante il contesto attuale di bassi tassi di interesse, le imprese di assicurazione italiane, con un portafoglio di investimenti prevalentemente composto da titoli governativi, negli ultimi anni hanno tratto vantaggio dagli elevati *spread* dei titoli di Stato italiani che hanno consentito elevati ritorni. Ciò nonostante, dall'anno 2014 le condizioni sono cambiate in quanto i rendimenti sono significativamente diminuiti.

Considerando i dati sopra riportati, le imprese di assicurazione italiane tuttavia non sono eccessivamente esposte al contesto di riferimento in particolare tenuto conto del piccolo *gap* di *duration*, nonché della bassa *duration* delle *liabilities* che, tra l'altro, facilita le operazioni di ALM.

#### Regno Unito

Peso dei prodotti con rendimenti minimi garantiti rispetto all'intero portafoglio vita	circa 40%
Rendimento mediamente garantito agli assicurati	circa 0%
Rendimento medio di titoli governativi a 10 anni	circa 3,6%
<i>Duration gap</i> :	circa 1 anno
- <i>duration</i> degli attivi	circa 12 anni



La principale caratteristica delle imprese di assicurazione vita inglesi, che consente loro di non essere eccessivamente colpite da un contesto di bassi tassi di interesse, come visto nella trattazione precedente, riguarda la tipologia dei prodotti offerti. Il portafoglio prodotti è prevalentemente composto da polizze *unit linked* in cui il rischio di investimento è di norma completamente spostato sull'assicurato. Inoltre, per i prodotti diversi da quelli citati, che prevedono il riconoscimento di talune garanzie, queste ultime sono tuttavia per lo più riconosciute proporzionalmente ai rendimenti raggiunti dall'impresa, sotto forma di *bonus* annuale, slegando di fatto la medesima dall'onere di adempiere a un'obbligazione fissa e di lungo periodo. Come per i Paesi Bassi, il regime regolamentare nazionale ha da tempo adottato un approccio valutativo del bilancio basato su logiche di mercato (*market consistent*). Questo ha favorito una migliore gestione integrata di attivi e passivi.

### **3. Le misure intraprese dalle imprese di assicurazione vita in ottica microprudenziale**

Nel contesto di riferimento le imprese di assicurazione vita hanno adottato misure correttive per proteggere i propri profitti e capitali, e l'interesse dei propri *stakeholders*. Queste misure possono essere considerate di natura microprudenziale in quanto finalizzate alla sana e prudente gestione dell'impresa di assicurazione.

Ad esempio, le imprese di assicurazione hanno provveduto ad abbassare i rendimenti delle polizze in essere, acquisendo un vantaggio in termini di mitigazione del rischio di scarsa redditività degli investimenti, pur tuttavia andando incontro a un possibile rischio di aumento dei tassi di riscatto dei prodotti in quanto diventati meno attraenti di altre soluzioni presenti sul mercato, di equivalente profilo di rischio e orizzonte temporale. Tale azione è naturalmente posta in essere anche con riferimento alla nuova produzione, per la quale è quindi replicabile la trattazione che precede.

Un'altra misura è rappresentata dalla diversificazione del portafoglio prodotti, aumentando per esempio l'offerta di prodotti di tipo *unit linked* o prodotti con un orizzonte temporale più ampio, come quelli di salute. Nel primo caso, come più volte visto, andrebbe a ridurre l'esposizione ai rischi derivanti dal contesto di riferimento in quanto si prevede il trasferimento del rischio sull'assicurato. Tuttavia tale strategia può comportare uno svantaggio per le imprese di assicurazione. Date le caratteristiche dei prodotti offerti, più simili a quelle dei prodotti del settore *asset management*, aumenterebbe il panorama dei *competitors* delle imprese di assicurazione. Nel secondo caso, le imprese di assicurazione sarebbero esposte in misura minore al contesto di riferimento ma maggiormente

esposte ad altre criticità, specialmente di natura politica-governativa, considerando il livello di coinvolgimento nel campo della salute e delle pensioni sociali.

Un'ulteriore misura è intrapresa considerando il profilo degli *assets*. In particolare, le imprese hanno cambiato l'*asset allocation* al fine di stimolare i rendimenti tramite l'acquisizione di *asset* illiquidi, che possono tuttavia rendere le imprese di assicurazione mancanti di liquidità<sup>238</sup>.

Inoltre, sono state poste in essere strategie di copertura tramite l'utilizzo di strumenti derivati. Questa scelta ha avuto effetti in termini di minore *gap* di *duration* tra attivi e passivi; d'altro lato, ha ridotto la profittabilità in ragione dell'onerosità di tali strategie, specialmente in un contesto di bassi tassi di interesse, e incrementato il rischio di liquidità per l'ammontare di danaro che gli strumenti collaterali richiedono nel caso di rialzo dei tassi di interesse.

#### **4. Le imprese di assicurazione vita in un'ottica macroprudenziale**

##### **4.1. Le imprese di assicurazione vita e il rischio sistemico**

Negli ultimi anni, il settore assicurativo vita ha acquisito maggiore importanza sistemica<sup>239</sup>. Il maggiore contributo è legato prevalentemente all'aumento delle esposizioni comuni e a una maggiore sensibilità alle fluttuazioni del mercato nonché, in particolare, all'andamento dei tassi di interesse<sup>240</sup>.

Come visto, le imprese di assicurazione, in generale, sono attori importanti nel tessuto economico e finanziario internazionale, in particolare, in quanto meccanismi di assunzione di rischio e di movimentazione dei capitali. Se bene funzionante, il settore assicurativo contribuisce alla crescita economica e alla stabilità del sistema finanziario. Secondo una visione puramente teorica, le imprese di assicurazione contribuiscono alla crescita economica tramite, ad esempio, all'assunzione dei cosiddetti rischi non-commerciali o relativi a uno *shock* che può colpire un'attività commerciale, o tramite la riduzione di spese contrattuali o di tutela. L'assicurazione può facilitare gli scambi o l'ottenimento di un finanziamento. O ancora, come parte attiva del sistema finanziario, le imprese

---

<sup>238</sup> Da ultimi analisi svolte sulle imprese di assicurazione europee, è emerso che le stesse sono alla ricerca di fonti di rendimento in classi di attività "non *core*", difficili da gestire internamente. Inoltre, si è registrato un incremento della domanda di *asset manager* come *partner* per la gestione del portafoglio. Per dettagli si veda, Prometeia, *European insurance market: the asset managers perspective*, 2016, pp. 3 ss.

<sup>239</sup> Gelos G. & Valcky N., *The insurance sector and systemic risk*, VOX EPR's Policy Portal, 27 luglio 2016.

<sup>240</sup> Per dettagli, si veda Hufeld F., *A regulatory framework for systemic risk in the insurance industry*, contenuto in Hufeld F., Koijen R. S. J. e Thimann C., *The economics, regulation, and systemic risk of insurance markets*, Oxford University, Oxford Scholarship Online, dicembre 2016.

di assicurazione sviluppano l'attività di intermediazione dei capitali, nonché raccolgono risorse a supporto di progetti di lungo periodo<sup>241</sup>. Alcuni studi hanno dimostrato l'esistenza di una relazione positiva tra l'assicurazione, specialmente quella vita, e la crescita dell'economia reale, per la quale è stato scelto il *Gross Domestic Product* (GDP) quale principale indicatore<sup>242</sup>.

Tuttavia, tradizionalmente, tenendo conto di una visione di lungo periodo, le imprese di assicurazione non sono state considerate come soggetti che potevano contribuire al rischio sistemico. Le imprese di assicurazione, per natura, specialmente quelle operanti nel *business* vita, a differenza delle banche, detengono passività di lungo periodo in ragione delle obbligazioni assunte nei confronti dei contraenti e sono meno esposte a rapporti di interconnessione con i restanti operatori del settore finanziario<sup>243</sup>. Inoltre, sono caratterizzate da portafogli di investimenti abbastanza diversificati, nonostante il forte orientamento verso investimenti in strumenti *fixed income*. Ciò nonostante, dal collasso della più grande impresa di assicurazione degli Stati Uniti – la American International Group, in soccorso della quale la Federal Reserve è intervenuta al fine di evitare il *default* del gruppo assicurativo e fermare la reazione a catena già avviata dalla crisi di liquidità dell'anno 2007-2008 che avrebbe colpito soprattutto i piccoli risparmiatori<sup>244</sup> – ha fatto innescare numerose riflessioni in tal senso, ossia sul grado di rischio sistemica delle imprese di assicurazione.

L'analisi sul rischio sistemico delle imprese di assicurazione verte normalmente sull'analisi dei rischi di fallimento della singola impresa e del suo potenziale impatto sul resto del sistema, ossia il cosiddetto effetto domino<sup>245</sup>. Tuttavia vi sono valutazioni in merito che superano il criterio valutativo basato sulla dimensione dell'impresa. Nella visione cosiddetta tsunami o macroprudenziale, anche imprese solide e con indici di solvibilità positivi possono creare o amplificare gli effetti di *shock* sul mercato e sull'economia reale. Il rischio sistemico infatti può originare da esposizioni di grandi ma poche imprese di assicurazione, ovvero di piccole ma tante imprese di assicurazione (Figura 3.16). A titolo esemplificativo, come visto nella trattazione che precede, le imprese di

---

<sup>241</sup> Christophersen C. & Zschiesche J., *Macroprudential objectives and instruments for insurance - An initial discussion*, EIOPA Financial Stability Report, EIOPA-FSC-15-67, p. 74.

<sup>242</sup> Si cita, ad esempio, Arena M., *Does insurance market activity promote economic growth? A cross-country study for industrialized and developing countries*, World Bank Policy Research Working Paper 4098, dicembre 2006.

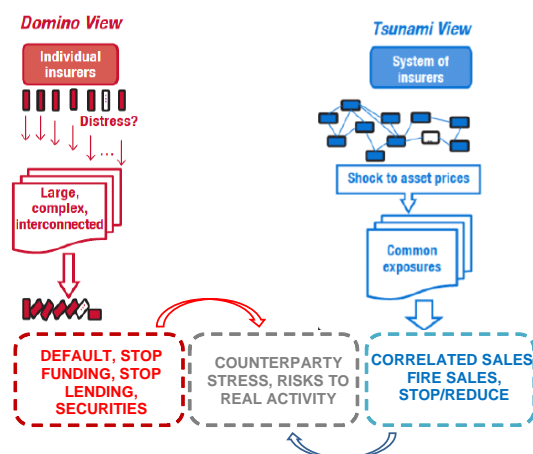
<sup>243</sup> Gelos G. & Valcky N., *The insurance sector and systemic risk*, VOX EPR's Policy Portal, 27 luglio 2016.

<sup>244</sup> Cummins J. D. & Weiss M. A., *Systemic risk and the U.S. insurance sector*, Journal of Risk and Insurance, 81, 3, 2014, pp. 489-528; Veronese L., *Perché Lehman è stata lasciata fallire e Aig è stata salvata*, Il Sole 24Ore, 19 settembre 2008.

<sup>245</sup> Acharya V. V. & Richardson M., *Is the insurance industry systemically risky?*, in Biggs J. H. & Richardson M. P., *Modernizing Insurance Regulation*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ, USA, 2014.

assicurazione, considerando la propria *asset allocation*, detengono un ruolo fondamentale nel mercato dei *corporate bonds*. Qualora quest'ultimo dovesse essere colpito da un forte *shock*, una conseguente diminuzione o cessazione dei finanziamenti potrebbe colpire anche le imprese di assicurazione, anche quelle non “sistemicamente importanti”.

Figura 3.16. Visioni di rischio sistemico a confronto.



Fonte: Gelos G. & Valcky N., *The insurance sector and systemic risk*, VOX EPR's Policy Portal, 27 luglio 2016.

Da studi è emerso che il settore assicurativo vita contribuisce maggiormente alla crescita del rischio sistemico dallo scoppio dell'ultima crisi finanziaria, sostanzialmente in ragione dell'aumento delle esposizioni comuni all'interno del settore. L'importanza sistemica delle imprese di assicurazione vita risulta inferiore a quella delle banche e, con riferimento invece alle imprese di assicurazione non vita, non riporta tendenze in aumento<sup>246</sup>.

In particolare, con riferimento alle interconnessioni e all'attività sui mercati finanziari, l'impresa di assicurazione, rispetto a una banca, è caratterizzata da un *business model* non incentrato sulla trasformazione delle scadenze e che normalmente implica un uso limitato della leva finanziaria considerando il pagamento anticipato dei premi rispetto alla liquidazione delle prestazioni, ossia il ciclo inverso di produzione tipico del *business* assicurativo<sup>247</sup>. Proprio in considerazione del ciclo inverso di produzione che difficilmente un'impresa di assicurazione sarà esposta al rischio *default* per mancanza di capitale. Con riferimento inoltre ai rischi di liquidità, sempre specifici del *business* bancario, non rilevano nella sostanza per quello assicurativo e non esiste peraltro un

<sup>246</sup> Gelos G. & Valcky N., *The insurance sector and systemic risk*, VOX EPR's Policy Portal, 27 luglio 2016.

<sup>247</sup> Christophersen C. & Zschiesche J., *Macroprudential objectives and instruments for insurance - An initial discussion*, EIOPA Financial Stability Report, EIOPA-FSC-15-67, p. 74.

mercato interassicurativo comparabile al mercato interbancario in cui può facilmente propagarsi il rischio di contagio<sup>248</sup>.

#### 4.1.1. Attività non tradizionali e non assicurative

L'importanza a livello sistemico delle imprese di assicurazione può essere considerata sia dal punto di vista del contributo al rischio sistemico derivante da certe tipologie di *business* e/o di imprese, ovvero dalla vulnerabilità delle medesime agli *shock* o indebolimenti del settore finanziario<sup>249</sup>.

Da uno studio condotto dall'International Association of Insurance Supervisors (IAIS), emerge che i gruppi assicurativi e i conglomerati che adottano strategie di *business* non tradizionali o incentrate su processi di finanziamento e investimento, quindi su attività cosiddette non assicurative, sono maggiormente vulnerabili alle evoluzioni del sistema finanziario e conseguentemente possono comportare l'insorgere o l'amplificazione del rischio sistemico<sup>250</sup>.

Secondo i lineamenti forniti dall'IAIS, di cui si riportano nella Tabella 3.9 quelli più significativi, le attività svolte da un'impresa di assicurazione sono suddivise in attività assicurative tradizionali e non tradizionali, nonché in attività legate a processi tecnici assicurativi e quelle legate ai processi di finanziamento e investimento.

Un'attività può essere considerata tradizionale se i rischi sottostanti sono idiosincratici, non correlati tra loro e indipendenti dal ciclo del *business*; altrimenti, è considerata attività non tradizionale<sup>251</sup>.

Tabella 3.9. Esempio di una matrice di correlazione tra le attività di un'impresa di assicurazione.

	Tradizionali	Non tradizionali
Processi tecnici assicurativi	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Prodotti vita (individuali e collettivi)</li> <li>- Prodotti vita senza rendimenti</li> <li>- Prodotti non vita</li> <li>- Riassicurazione</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Prodotti vita con rendimenti</li> <li>- Prodotti di assicurazione sul credito</li> <li>- Prodotti vita <i>linked</i></li> </ul>

<sup>248</sup> Comité Européen des Assurances, *Insurance: a unique sector. Why insurers differ from banks*, giugno 2010, p. 32

<sup>249</sup> Eling M. & Pankoke D., *Systemic Risk and the Insurance Industry: Principal Linkages and Dependencies*, in Monkiewicz J. & Małeckie M., *Macroprudential Supervision in Insurance*, Palgrave Macmillan, Hampshire, 2014, pp. 38-65.

<sup>250</sup> International Association of Insurance Supervisors, *Insurance and financial stability*, novembre 2011, p. 5.

<sup>251</sup> Eling M. & Pankoke D., *Systemic Risk and the Insurance Industry: Principal Linkages and Dependencies*, in Monkiewicz J. & Małeckie M., *Macroprudential Supervision in Insurance*, Palgrave Macmillan, Hampshire, 2014, pp. 38-65.

	Tradizionali	Non tradizionali
Processi di finanziamento e investimento	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <i>Asset-liability management</i> (ALM)</li> <li>- Gestione della liquidità</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Transazioni speculative su derivati</li> <li>- Cartolarizzazione delle commissioni</li> <li>- Finanziamenti a breve termine tramite l'emissione di <i>commercial paper</i> (titoli di credito)</li> <li>- <i>Swap</i> di liquidità</li> </ul>

Fonte: Elaborazioni da Eling M. & Pankoke D., *Systemic Risk and the Insurance Industry: Principal Linkages and Dependencies*, in Monkiewicz J. & Malecki M., *Macroprudential Supervision in Insurance*, Palgrave Macmillan, Hampshire, 2014, pp. 38-65; International Association of Insurance Supervisors, *Insurance and financial stability*, novembre 2011; European Systemic Risk Board, *Report on systemic risks in the EU insurance sector*, dicembre 2015.

Le attività non tradizionali – comprensive di quelle legate ai processi tecnici assicurativi nonché di quelle relative ai processi di finanziamento e investimento – implicano di per sé trasformazioni di liquidità, disallineamenti di maturità, leva finanziaria, rischi più complessi e interconnessioni con il sistema finanziario<sup>252</sup>. Questo è inoltre gravato dalla mancanza di trasparenza di dati sulla dimensione e la composizione di queste attività.

Le attività non tradizionali e non assicurative possono inoltre dare avvio a interconnessioni negative con il sistema finanziario. Le imprese di assicurazione sono intermediari finanziari che operano attivamente sui mercati finanziari, usufruendo delle relative infrastrutture, come i sistemi di pagamento e regolamento. Numerose possono essere le attività non tradizionali o non assicurative che favoriscono un elevato grado di interconnessione tra l'impresa di assicurazione e il sistema finanziario. Per esempio, tramite la detenzione di attività o passività degli operatori del sistema finanziario, l'esercizio della riassicurazione, l'uso speculativo di strumenti derivati<sup>253</sup>. Le interconnessioni con il sistema finanziario rendono le imprese di assicurazione maggiormente esposte ai cosiddetti *spillover shocks* derivanti da segmenti del sistema finanziario nonché a *shock* esogeni che influenzano il settore assicurativo<sup>254</sup>. Per contro, le interconnessioni possono risultare anche a beneficio della stabilità finanziaria in ragione del fatto che una rete di entità tra loro connesse rappresenta una maggiore

<sup>252</sup> European Systemic Risk Board, *Report on systemic risks in the EU insurance sector*, dicembre 2015, pp. 14-15.

<sup>253</sup> Billio M., Getmansky M., Andrew W. L., Pelizzon L., *Econometric measures of connectedness and systemic risk in the finance and insurance sectors*, Journal of Financial Economics, 104, 3, 2012, pp. 535-559; Nyholm K., *Insurance and banking interconnectedness in Europe: the opinion of equity markets*, Research Article, Economics Research International, 2012, 2012.

<sup>254</sup> Christophersen C. & Zschiesche J., *Macroprudential objectives and instruments for insurance - An initial discussion*, EIOPA Financial Stability Report, EIOPA-FSC-15-67, p. 85.

capacità di assorbimento o di dispersione di *shock* rispetto alla situazione in cui vi sia un'unica entità a sopportarlo<sup>255</sup>.

A mitigazione del rischio derivante dal condurre o assumere attività non tradizionali e/o non assicurative, sono stati sviluppati *framework* di misure macroprudenziali volte a limitare il contributo al rischio sistemico delle imprese di assicurazione, ovvero la vulnerabilità delle medesime agli *shock* o indebolimenti del settore finanziario<sup>256</sup>.

In particolare, è richiesta una maggiore capacità di assorbimento delle perdite affinché le imprese di assicurazione che svolgono attività non tradizionali e/o non assicurative detengano un ammontare di capitale adeguato ai rischi che le stesse introducono nel sistema finanziario.

Inoltre, una netta separazione tra le attività tradizionali e assicurative da quelle non tradizionali e non assicurative è considerata come una misura che può contribuire a prevenire o mitigare il rischio di contagio preservando in questo senso il *business* puro assicurativo.

Come misura più stringente – in qualche modo coerente con il principio della persona prudente di *Solvency II*<sup>257</sup> – l'impresa di assicurazione potrebbe non investire più, o investire in maniera limitata, in questa tipologia di attività. Con riferimento all'esempio sopracitato, l'impresa continua a utilizzare strumenti finanziari derivati in quanto strumenti di copertura e non diversamente.

*Solvency II* introduce misure che possono limitare le attività non tradizionali e/o non assicurative di un'impresa di assicurazione, come ad esempio la previsione di requisiti di capitale a copertura del rischio di credito o di controparte. Pertanto, occorre dapprima valutare l'efficacia delle disposizioni di vigilanza

---

<sup>255</sup> Christophersen C. & Zschiesche J., *Macroprudential objectives and instruments for insurance - An initial discussion*, EIOPA Financial Stability Report, EIOPA-FSC-15-67, p. 79.

<sup>256</sup> L'analisi ripercorre prevalentemente International Association of Insurance Supervisors, *Insurance and financial stability*, novembre 2011; International Association of Insurance Supervisors, *Global systemically important insurers: initial assessment methodology*, luglio 2013; International Association of Insurance Supervisors, *Global systemically important insurers: policy measures*, luglio 2013; International Association of Insurance Supervisors, *Global systemically important insurers: updated assessment methodology*, luglio 2016.

<sup>257</sup> In particolare, la Direttiva 2009/138/CE richiama le imprese di assicurazione al rispetto del principio della persona prudente con specifico riguardo alle scelte di investimento. Specificatamente al Considerando 71 e all'articolo 132 della Direttiva medesima, è previsto che le imprese di assicurazione gestiscano gli investimenti conformemente al principio della persona prudente, in particolare, investendo soltanto in attività e strumenti dei quali possano identificare, misurare, monitorare, gestire, controllare e segnalare adeguatamente i rischi, tenendone opportunamente conto nella valutazione del fabbisogno di solvibilità globale. La Direttiva 2009/138/CE inoltre prevede che tutte le attività, in particolare quelle che coprono il requisito patrimoniale minimo e il requisito patrimoniale di solvibilità, siano investite in modo tale da garantire la sicurezza, la qualità, la liquidità e la redditività del portafoglio nel suo insieme.

microprudenziale proprie di *Solvency II* e successivamente identificare e porre in essere le misure di vigilanza macroprudenziale più adeguate.

#### 4.1.2. Prociclicità nei portafogli di investimento

I potenziali effetti prociclici del settore assicurativo – tenendo conto in particolare della loro portata – sono normalmente considerati come una conseguenza del ruolo delle imprese di assicurazione in quanto rilevanti investitori istituzionali. In linea di principio, quindi comportamenti di massa e le cosiddette *fire sales* nei momenti di crisi possono aggravare le condizioni dei mercati finanziari.

Da un recente studio dell'European Systemic Risk Board (ERSB) emergono evidenze sul fatto che le imprese di assicurazione potrebbero gestire la propria *asset allocation* secondo logiche procicliche, specialmente con riguardo all'*asset class* dei titoli governativi, obbligazionari e azionari. Tali evidenze sono state riscontrate in particolare a seguito della crisi finanziaria e del debito sovrano<sup>258</sup>. Al fine di evitare le cosiddette *fire sales* durante i periodi di crisi o depressione, per esempio, alcune Autorità di Vigilanza, quali quelle di Danimarca, Germania, Italia, Svezia e Regno Unito, hanno introdotto specifiche misure nel corso degli ultimi quindici anni<sup>259</sup>. La tendenza a una strategia di investimento prociclica è stata intercettata anche da EIOPA e dall'European Central Bank che, nei rispettivi rapporti, evidenziano una propensione delle imprese di assicurazione all'investimento "*search for yield*" che ha contribuito, tra l'altro, alla riduzione dello *risk spread* nel mercato dei titoli obbligazionari *corporate*<sup>260</sup> e a una repentina crisi del mercato degli *equities* negli anni 2001-2003<sup>261</sup>.

Nell'analisi di Borio (2010), la prociclicità dei sistemi finanziari è considerata un effetto della cosiddetta *time dimension* – che riguarda come i rischi aggregati nel sistema finanziario evolvono nel tempo – a mitigazione della quale lo stesso autore sostiene il principio secondo cui sia previsto l'accantonamento di *buffer* di capitale nei periodi di buone condizioni di mercato, ossia quando i rischi iniziano a crescere, al fine di utilizzarli nei momenti di crisi, ossia quando i rischi effettivamente si realizzano<sup>262</sup>. Sono quindi ipotizzati caricamenti dinamici di

---

<sup>258</sup> Bank of England, *Procyclicality and structural trends in investment allocation by insurance companies and pension funds: a discussion paper*, Bank of England and the Procyclicality Working Group, luglio 2014, p. 25; Bijlsma M. & Vermeulen R., *Insurance companies' trading behaviour during the European sovereign debt crisis: flight home or flight to quality?*, De Nederlandsche Bank, DNB Working paper, marzo 2015.

<sup>259</sup> European Systemic Risk Board, *Report on systemic risks in the EU insurance sector*, dicembre 2015, p. 15.

<sup>260</sup> EIOPA, *Financial Stability Report*, EIOPA-FS-14-044, p. 11.

<sup>261</sup> Impavido G. & Tower I., *How the financial crisis affects pensions and insurance and why the impacts matter*, International Monetary Fund, Working paper, 2009, p. 22.

<sup>262</sup> Borio C., *Implementing a macroprudential framework: blending boldness and realism*, Bank for International Settlements, luglio 2010, p. 3.



*capital charges* in base alle condizioni di mercato. In senso estremo, il sistema finanziario dovrebbe essere capace di agire come *speed limits* restringendo di fatto la crescita del rischio durante il *boom* di crescita, nonché mitigando l'espansione del credito e l'aumento dei prezzi al fine di limitare il più possibile picchi di crescita, da un lato, e di eccessivo *stress*, dall'altro<sup>263</sup>.

Considerando il fattore della prociclicità nell'ambito del nuovo regime di vigilanza prudenziale, è necessario formulare ulteriori considerazioni. Come visto nella trattazione che precede, secondo i principi valutativi di *Solvency II*, la valutazione del bilancio è ancorata a valutazioni di mercato, in coerenza con i principi contabili internazionali, laddove anche questi ultimi siano legati a una valutazione *market consistent*. La valutazione di un bilancio completamente a mercato può determinare tuttavia problemi legati alla prociclicità e quindi a un comportamento prociclico nelle strategie di investimento, nonché a un'eccessiva volatilità del portafoglio<sup>264</sup>. Tenuto conto delle *liabilities* a lungo termine, le imprese di assicurazione vita hanno orizzonti di investimento a lungo termine. Inoltre, se le stesse non sono obbligate a vendere gli *assets* prima della loro naturale scadenza, da una prospettiva puramente economica non sembra giustificato il fatto che le imprese debbano sopportare gli effetti negativi derivanti da un'eccessiva volatilità di breve termine caratteristica dei mercati finanziari. Seppur, come visto, sia preferibile la valutazione cosiddetta *market consistent* rispetto a quella legata a logiche di costo storico, questa stessa porta a inevitabili effetti distorsivi nella gestione dei bilanci delle imprese di assicurazione, specialmente in momenti di forte volatilità dei mercati, come quella della recente crisi finanziaria. Nei momenti di crisi, le imprese di assicurazione possono vendere *assets* che richiedono elevati requisiti di capitale al fine di mantenere una solvibilità d'impresa sostenibile; questo potrebbe portare a detenere *surplus* di capitali durante le bolle finanziarie da utilizzare per spingere ulteriormente verso l'alto i prezzi delle attività.

A riguardo, il nuovo regime di vigilanza prudenziale ha introdotto fattori di mitigazione di tali effetti. Con la Direttiva 2014/51/EU (Omnibus II) di modifica della Direttiva 2009/138/CE, sono state introdotte misure cosiddette *long-term guarantee* che fanno parte dei principi valutativi di *Solvency II* e consentono di mitigare gli effetti della prociclicità ed eccessiva volatilità derivanti dalle valutazioni a mercato. Queste misure sono state concepite al fine di ridurre la

---

<sup>263</sup> Borio C., *Change and constancy in the financial system: implications for financial distress and policy*, Bank for International Settlements, Working paper, ottobre 2007, p. 13.

<sup>264</sup> Bank of England, *Procyclicality and structural trends in investment allocation by insurance companies and pension funds: a discussion paper*, Bank of England and the Procyclicality Working Group, luglio 2014, p. 25.

volatilità artificiale nei bilanci<sup>265</sup> ed evitare le cosiddette *fire sales* durante i periodi di *stress*. Ad esempio, il *volatility adjustment* consente di valutare le *liabilities* tenendo sostanzialmente conto di un fattore *spread* che non è invece presente nella curva *risk-free* fornita da EIOPA, da utilizzare per lo sconto delle medesime. Inoltre, come misura introdotta in contrasto alle vendite forzate di *assets*, è stata prevista l'estensione del piano di recupero in caso di *non-compliance* con i requisiti patrimoniali di solvibilità. Come visto, a differenza delle altre misure, l'estensione ha carattere di eccezionalità ed è concessa dall'Autorità di Vigilanza solamente in presenza di e a determinate condizioni di stabilità. Un'ulteriore misura del *long-term guarantee package* è il *matching adjustment* che consente anche in questo caso l'applicazione di *spread* nella valutazione delle passività ma che non necessariamente comporta un diretto effetto sulla *fire sales* di attivi di investimento. Tuttavia tale misura consente alle imprese di assicurazione di detenere determinati investimenti in presenza di determinate attività che siano a loro volta bilanciate con le passività. Il tema sarà ripreso nel proseguo della trattazione.

Nella situazione attuale, con le cosiddette *long-term guarantee measures* sono stati abbassati i requisiti di riservazione, sotto determinate condizioni, al fine di mitigare gli effetti derivanti dalla volatilità artificiale. Ciò nonostante, le imprese di assicurazione, considerando tali misure di agevolazione, potrebbero essere incentivate ad assumere più rischi nei periodi di ripresa. Questo comportamento potrebbe a sua volta comportare ulteriori condotte anticicliche.

#### **4.1.3. Vulnerabilità a uno scenario sfavorevole combinato**

Dalle analisi riportate dall'ERSB, le imprese di assicurazione, specialmente quelle operanti nel *business* vita, possono subire maggiormente gli effetti di uno scenario sfavorevole combinato e quindi essere rilevanti dal punto di vista sistemico. Tenendo in considerazione la recente evoluzione dei mercati finanziari, uno scenario sfavorevole deriva da una combinazione data da condizioni di *stress* dei mercati e dalla persistenza di bassi tassi di interesse, il cosiddetto *double-hit* scenario. Un esempio in questo senso è dato dal fallimento di sette imprese di assicurazione vita giapponesi negli anni Novanta<sup>266</sup>. Tra i fattori che possono aggravare la situazione dell'impresa in presenza di tali condizioni sono il *business model*, l'*asset allocation*, il tasso di riscatto dei prodotti vita, nonché il rischio sottostante alle citate attività non tradizionali. Dai risultati degli *stress test*

---

<sup>265</sup> Per volatilità artificiale si intende la volatilità delle riserve tecniche, delle risorse di capitale o dei requisiti di capitale che non riflette variazioni della posizione finanziaria o dell'esposizione ai rischi dell'impresa di assicurazione. Si veda Commissione europea, *Solvency II Overview – Frequently asked questions*, 12 gennaio 2015.

<sup>266</sup> European Systemic Risk Board, *Report on systemic risks in the EU insurance sector*, dicembre 2015, p. 16.

condotti da EIOPA del mese novembre 2014 è emerso che una componente rilevante delle imprese di assicurazione vita europee, circa il 40%, sia fortemente esposta a questa tipologia di scenario sfavorevole combinato tanto da essere obbligate ad aggiustare le proprie poste di bilancio in caso di accadimento. A riguardo, EIOPA ha condotto uno studio focalizzato sugli effetti di un contesto di bassi tassi di interesse per le imprese di assicurazione vita<sup>267</sup> prevedendo, tra l'altro, *cash flows* negativi per le imprese di assicurazione vita di Austria, Germania, Paesi Bassi e Svezia nell'arco temporale di otto/dieci anni.

Il problema potrebbe figurarsi anche viceversa, realizzandosi quindi un indebolimento della stabilità delle imprese di assicurazione operanti nel *business* vita anche nel caso di un improvviso rialzo dei tassi di interesse a seguito di un prolungato periodo di bassi tassi di interesse. Questa fattispecie potrebbe avere luogo in ragione della maggiore probabilità di estinzione anticipata o di riscatti parziali delle polizze, ove le condizioni contrattuali lo consentano, da parte dei contraenti dovuti alla necessità, per esempio, di investire i capitali in altre forme di investimento più redditizie.

Questo esempio di interdipendenza di rischi, nello specifico tra il rischio di tasso di interesse e il rischio di estinzione anticipata o di riscatto anticipato, deve essere tenuto in considerazione dalle imprese nell'ambito del processo di valutazione e gestione dei rischi.

Nel settore assicurativo, gli schemi di garanzia e gli accordi di *recovery* e risoluzione che sono al momento a disposizione difficilmente potrebbero risultare adeguati per la gestione di tali scenari. Vi sono inoltre differenze significative rispetto ai meccanismi e strumenti di risoluzione a disposizione delle Autorità di Vigilanza, i cosiddetti *Insurance Guarantee Schemes* (IGSs). In Europa, per esempio, tali meccanismi si sono attivati in caso di fallimenti di piccole imprese di assicurazione<sup>268</sup>. Non essendosi ancora verificati casi di fallimento di una o più grandi imprese di assicurazione, non possono essere svolte considerazioni complessive sul funzionamento di questo strumento.

Come visto, le imprese di assicurazione vita sono caratterizzate da ingenti passività, specialmente quelle operanti nel *business* vita tradizionale. Quindi, data la natura delle proprie passività, potrebbero insorgere pressioni al fine di adottare un meccanismo di *bail-out* per le grandi imprese di assicurazione vita rispetto al *bail-in* e quindi a situazioni di insolvenza, il cosiddetto *too big to fail* di memoria bancaria. Per esempio, durante la crisi finanziaria le imprese di assicurazione europee hanno ricevuto capitali sotto forma di aiuti di stato per un ammontare pari

---

<sup>267</sup> EIOPA, *Low interest rate environment stock taking exercise 2014*, EIOPA-BoS-14/103.

<sup>268</sup> European Systemic Risk Board, *Report on systemic risks in the EU insurance sector*, dicembre 2015, p. 17.

a circa 6,5 bilioni di euro. L'ammontare è significativo ma evidentemente inferiore a quello elargito alle banche europee, di circa 590 bilioni di euro<sup>269</sup>.

La teoria secondo la quale un'entità non può fallire perché è “troppo grande per fallire” è legata normalmente al meccanismo dell'azzardo morale. L'aspettativa dell'entità – ossia l'impresa di assicurazione nel caso specifico – di essere in qualche modo sostenuta finanziariamente, ovvero attraverso politiche di governo, al fine di evitare crolli del sistema finanziario in caso di suo *default*, potrebbe far distorcere il comportamento della medesima sul mercato attraverso un'eccessiva predisposizione all'assunzione dei rischi. In tal senso, vi sono studiosi secondo i quali la decisione politica di tutelare i creditori in occasione della recente crisi finanziaria ha amplificato il costo complessivo della condizione di *stress*, perpetuando il problema del *too big to fail* e incentivando il meccanismo dell'azzardo morale. A differenza di implicite o esplicite misure pubbliche di garanzia che possono rappresentare uno strumento di mitigazione alla perdita potenziale e di supporto al rafforzamento della fiducia nei confronti di una determinata impresa, i comportamenti adottati come conseguenza di un azzardo morale che portano all'assunzione di eccessivi rischi sarebbero possibili cause di un aumento della probabilità di *default* e degli effetti di una crisi sistemica<sup>270</sup>.

Gli strumenti proposti dall'ERSB per le banche in tema di disallineamento di incentivi e azzardo morale potrebbero essere funzionali anche quando applicati al settore assicurativo<sup>271</sup>. Questi possono essere sostanzialmente ricondotti a una maggiore informativa e *disclosure* nei confronti dell'Autorità di Vigilanza che può incentivare le imprese di assicurazione ad agire secondo una sana e prudente gestione dell'attività. Come visto, il regime *Solvency II* ha dedicato un intero pilastro, il terzo, alla *risk transparency* prevedendo informative al pubblico, maggiori verso l'Autorità di Vigilanza e ai fini della stabilità del sistema finanziario<sup>272</sup>.

---

<sup>269</sup> European Systemic Risk Board, *Report on systemic risks in the EU insurance sector*, dicembre 2015, p. 17.

<sup>270</sup> Claessens S., Herring R. J., Schoenmaker D. and Summe K. A., *A safer world financial system: improving the resolution of systemic institutions*, International Center for Monetary and Banking Studies and Centre International d'Etudes Monétaires et Bancaires, Geneva Reports on the World Economy 12, 2010, p. 82.

<sup>271</sup> European Systemic Risk Board, *Flagship report on macro-prudential policy in banking sector*, 2014; European Systemic Risk Board, *Handbook on operationalising macro-prudential policy in banking sector*, 2014.

<sup>272</sup> Per maggiori dettagli sul Pilastro 3, si veda il Capitolo II.

#### 4.1.4. Concentrazione del portafoglio di investimento

Nonostante il contributo al rischio sistemico delle imprese di assicurazioni derivi prevalentemente dal lato delle *liabilities*, anche dal lato degli *assets* il livello di diversificazione è un'importante componente del rischio sistemico<sup>273</sup>.

Nella trattazione che precede, è stata fornita evidenza della composizione degli investimenti di un'impresa di assicurazione europea. I dati, estratti dal Financial Stability Report di giugno 2016 di EIOPA (Figura 3.4), evidenziano una forte predisposizione delle imprese di assicurazione vita a investire in particolari *asset class*, ossia prevalentemente composti da titoli obbligazionari (53%), di cui in prevalenza *government* (25%) e *corporate* (28%)<sup>274</sup>. Questa preferenza è motivata dalla possibilità di effettuare investimenti a lunga scadenza coerenti con il profilo dei *cash flow* delle riserve tecniche (*technical provisions*) al fine di migliorare l'equilibrio in ottica *asset-liability management*. Inoltre, con specifico riferimento ai titoli governativi, questi ultimi sono preferiti ad altre tipologie di investimento anche in ragione del fatto che con *Solvency II* alcuni di questi (Paesi dell'Area UE) sono assoggettati a un trattamento vantaggioso in termini di requisiti di capitale<sup>275</sup>; inoltre, per le imprese di assicurazione di alcuni Paesi, i titoli governativi rappresentano un investimento avente rendimenti più elevati rispetto a quelli di altre *asset class*.

Questo orientamento a determinate tipologie di investimento potrebbe tuttavia condurre a un'eccessiva concentrazione di portafoglio o nei confronti di pochi emittenti, o ancora nell'ambito di uno stesso segmento di mercato. A riguardo, l'ESRB ha osservato la presenza di significativi investimenti in titoli "domestici", ossia più del 50% del debito sovrano in 18 Stati membri su 28 è detenuto da imprese di assicurazione aventi sede nello stesso Stato che ha emesso il titolo<sup>276</sup>.

Un'eccessiva concentrazione può comportare una maggiore esposizione e vulnerabilità dell'impresa di assicurazione alle difficoltà finanziarie dell'emettente verso cui vanta l'esposizione o di un settore in cui ha concentrato una consistente parte degli investimenti.

Una maggiore diversificazione dei portafoglio potrebbe mitigare il rischio di concentrazione, tramite investimenti in *asset class* differenti e con limiti a

---

<sup>273</sup> Berdin E. & Sottocornola M., *Insurance activities and systemic risk*, SAFE Working paper n. 121, House of Finance, Goethe University, dicembre 2015, p. 17.

<sup>274</sup> Si rimanda al paragrafo 1.4. della Sezione I del Capitolo III.

<sup>275</sup> Si veda Regolamento Delegato (UE) 2015/35, articolo 180, comma 2.

<sup>276</sup> European Systemic Risk Board, *Report on systemic risks in the EU insurance sector*, dicembre 2015, p. 9. In particolare, dalle analisi dell'ESRB emerge inoltre che dall'anno 2008 all'anno 2013: i) gli investimenti in *sovereign debt* sono aumentati, passando dal 17% al 21% del totale degli attivi delle imprese di assicurazione, ii) una diminuzione delle controparti al di fuori dell'Area Euro dal 35% al 30%, e iii) l'aumento degli investimenti in titoli governativi domestici.

un'eccessiva concentrazione o incentivi a mitigazione di tale rischio. Le attività non tradizionali e non assicurative potrebbero inoltre essere trattate separatamente per esempio seguendo il criterio dettato dalla finalità dello strumento, *i.e.* se si tratta di strumento di copertura o di mitigazione del rischio o se si tratta di uno strumento con finalità speculative.

Nell'ambito di *Solvency II*, le eccessive concentrazioni dei rischi sono mitigate tramite requisiti di capitale previsti nel caso di esposizioni verso un singolo emittente. La stessa misura non è però prevista nel caso di esposizioni verso un singolo settore di mercato. Inoltre, come riportato nella trattazione che precede, *Solvency II* non stabilisce limiti quantitativi agli investimenti sul presupposto del cosiddetto principio della persona prudente, in ragione del quale l'impresa di assicurazione può adottare libere scelte di investimento a condizione che sia possibile, tra l'altro, identificare, valutare e monitorare i rischi ad esse connessi e dimostrare che sono scelte a garanzia del portafoglio considerato nel suo insieme<sup>277</sup>.

#### **4.1.5. Adeguati livelli di capitalizzazione e riservazione**

La ricerca dei guadagni in periodi in cui mercati finanziari sono deboli può portare le imprese di assicurazione ad adottare politiche di livellamento delle tariffe o di sottostima delle *technical provisions* al fine di rimanere il più possibile competitive sul mercato. Se queste politiche fossero adottate, metterebbero in difficoltà i competitori fino alla soluzione ultima di uscita dal mercato e quindi creerebbero criticità sostanziali in ragione dell'assenza di sostituti in grado di fornire quei prodotti assicurativi. Inoltre, un'errata definizione del *pricing* può portare a una conseguente sottostima delle riserve tecniche. In caso di fallimento, non saranno disponibili *competitors* in grado di farsi carico e di fornire un'alternativa ai contraenti dell'impresa insolvente, lasciando questi ultimi senza copertura. Come riporta l'ERSB, questo scenario fallimentare è stato riscontrato per la più grande impresa di assicurazione in Australia nel 2001<sup>278</sup>.

Secondo le logiche del nuovo regime prudenziale, le perdite dell'impresa di assicurazione che dovessero eccedere per qualche motivo le riserve tecniche, inclusa anche la parte addizionale del cosiddetto *risk margin*, sarebbero coperte dal capitale sotto forma di fondi propri eleggibili per la copertura dei requisiti di capitale (SCR e MCR). Ciò comporta che l'impresa è in grado di adempiere alle obbligazioni nei confronti degli assicurati anche in presenza di scenari avversi di mercato.

---

<sup>277</sup> Si veda, in particolare, Direttiva 2009/138/CE, Considerando 71 e articolo 132.

<sup>278</sup> European Systemic Risk Board, *Report on systemic risks in the EU insurance sector*, dicembre 2015, p. 17.

Adeguati livelli di capitalizzazione e riservazione sono quindi alla base del buon funzionamento del *business* assicurativo. Per contro, le probabilità di *default* dell'impresa aumenta in caso di sottostime nel processo di determinazione del capitale o delle riserve tecniche, comportando anche, a livello macroprudenziale, un aumento del rischio di contagio e quindi un maggiore impatto in termini di crisi sistemica.

A fronte di tale rischio, risulta quindi auspicabile aumentare la resistenza delle imprese di assicurazione al verificarsi di perdite, sia che siano attese sia inattese, ovvero evitare che le stesse imprese di assicurazione adottino politiche di vendite forzate di *assets*. La previsione potrebbe essere applicata al complesso delle imprese di assicurazione o solamente a quelle di rilevanza sistemica o ancora a quelle che presentano determinati rischi di elevata gravità.

Così come per il settore bancario, nel quale sono previsti *countercyclical capital buffer*, possono essere previsti ulteriori margini di capitale o *risk margin* più elevati per aumentare la capacità di assorbimento di talune perdite e internalizzare conseguentemente le eventuali esternalità derivanti da comportamenti sul mercato non prudenziali. La previsione deve essere tuttavia integrata con l'approccio microprudenziale di *Solvency II* al fine di evitare che caricamenti di capitale siano talmente eccessivi da comportare un'allocazione inefficace e inefficiente delle risorse. In questo senso, in alternativa, come peraltro già avanzato nella trattazione che precede, misure che consentano requisiti di capitale "dinamici" in base alle condizioni di salute dei mercati potrebbero contribuire efficacemente a mitigare il rischio di *fire sales* nei momenti di crisi del sistema<sup>279</sup>.

#### **4.2. Le sfide delle imprese di assicurazione vita in un'ottica macroprudenziale**

Uno dei principali obiettivi del nuovo regime di vigilanza prudenziale è quello di incrementare la tutela degli assicurati prevedendo requisiti di solvibilità più efficaci, volti anche ad assicurare un'efficace ed efficiente allocazione del capitale tramite l'adozione di un approccio *risk-based* al *business*. Questo fine di natura per lo più microprudenziale è al contempo affiancato da un altro fine di natura macroprudenziale, ossia quello di dettare regole di vigilanza che tengano conto dell'organizzazione in forma di gruppo delle imprese. Il gruppo è quindi considerato come un'entità a se stante di cui è necessario garantire la stabilità sia per fini microprudenziale sia, anche se non espressamente dichiarato ma non privo di senso, per fini macroprudenziali, dell'intero sistema assicurativo e finanziario.

Come si inseriscono le imprese di assicurazione vita nel contesto macroprudenziale di riferimento?

---

<sup>279</sup> European Systemic Risk Board, *Report on systemic risks in the EU insurance sector*, dicembre 2015, p. 25.

EIOPA ha da tempo iniziato ad analizzare il tema dei bassi tassi di interesse, sia nell'ambito di studi dedicati sia in occasione degli *stress test* di novembre 2014. Da questi ultimi, infatti, era emerso una percentuale molto elevata di imprese di assicurazione (circa il 24% del campione) che non avrebbe potuto rispettare il requisito patrimoniale di solvibilità o che avrebbero riscontrato difficoltà nell'adempiere agli impegni assunti nei confronti degli assicurati in un periodo di tempo di massimo 11 anni.

#### **4.2.1. Le misure correttive del mercato e delle Autorità di Vigilanza**

Unitamente a EIOPA, le Autorità di Vigilanza nazionali hanno monitorato il fenomeno dei bassi tassi di interesse e analizzato i relativi effetti. Queste analisi hanno portato all'adozione di misure correttive aventi lo scopo di minimizzare gli impatti sia a livello di impresa di assicurazione sia a livello di settore assicurativo complessivamente considerato.

Nella Tabella 3.10, è fornita una sintesi di misure correttive già adottate da EIOPA e dalle Autorità di Vigilanza nazionali, nonché dalle imprese di assicurazione. L'elencazione non è esaustiva e tiene conto delle misure intraprese con riferimento ai mercati nazionali maggiormente esposti a tale contesto sfavorevole, considerando che non tutte le Autorità di Vigilanza hanno avuto o hanno la necessità di adottare misure in questo senso. La ragione di tale disomogeneità dipende più che altro dalle condizioni di mercato, ad esempio, per quel che riguarda i titoli governativi, la tipologia di prodotti offerti, i comportamenti delle imprese di assicurazione.

Come riportato da EIOPA<sup>280</sup>, sono state valutati gli effetti del *low interest rates environment* da parte delle Autorità tramite la conduzione di esercizi e *test* direttamente con le imprese di assicurazione. Tra questi, è risultato molto utile uno degli strumenti innovativi forniti da *Solvency II* finalizzato alla valutazione della solvibilità e dei rischi aziendali sia in ottica attuale sia con una visione prospettica, ossia il cosiddetto *Own Risk Solvency Assessment* (ORSA). Questo strumento consente di valutare la propria solvibilità anche a seguito dell'applicazione di scenari di *stress* che possono coinvolgere l'impresa di assicurazione. Nel caso di specie, quindi, come peraltro oggetto di *stress test* condotti da EIOPA nel 2014, le imprese possono valutare tramite l'ORSA gli impatti di uno scenario di *stress* dato da bassi tassi di interesse sia in una media sia lunga prospettiva.

Come è possibile notare dalla Tabella 3.10, le imprese di assicurazione hanno reagito a tale contesto sfavorevole talvolta a seguito dell'adozione di misure correttive da parte delle Autorità di Vigilanza.

---

<sup>280</sup> Si veda EIOPA, *A potential macroprudential approach to low interest rate environment in the Solvency II context*, EIOPA-BoS-15/202.



Tabella 3.10. Le misure correttive adottate nel contesto di bassi tassi di interesse.

Supervisory response		Company response
EIOPA	NSAs	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Opinion on Supervisory Response to a Prolonged Low Interest Rate Environment (2013)</li> <li>• Inclusion of a low yield module in the Insurance stress-test 2014</li> <li>• Low interest rate environment stock taking exercise 2014</li> <li>• EIOPA Financial Stability Reports</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Intensified monitoring and/or increased reporting requirements with regard to interest rate</li> <li>• National stress testing or sensitivity analyses taking into account the low interest environment</li> <li>• Issuing recommendations / public statements</li> <li>• Requesting the establishment of special provisions for interest rate risk</li> <li>• Amending the valuation approach for technical provisions (e.g. adjusting discount rates)</li> <li>• Reducing maximum guarantees/ rates for new business</li> <li>• Requesting a change in undertakings' investment policy</li> <li>• Limiting the allocations of bonuses/ profit shares</li> <li>• Amending level of required solvency margins</li> <li>• Prohibiting sale of certain affected products</li> <li>• Reducing maximum guarantees/ rates for future premium of existing business</li> <li>• Other measures</li> </ul>	<p><i>Product strategy for new business:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Decreasing guarantee levels for new contracts</li> <li>• Shifting in new business focus towards products with no guarantees / less dependent on investment income (e.g. unit linked, pure risk covers)</li> <li>• Stopping the sale of certain guarantee products</li> <li>• Introducing revision clauses for guarantees</li> <li>• Introducing market value adjustment clauses in case of lapse/surrender</li> <li>• Shortening the duration of new contracts</li> <li>• Exploring new business alternatives such as credit guarantees/insurance, etc.</li> </ul> <p><i>Product strategy for existing business:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Reducing profit shares</li> <li>• Setting up preventive reserve funds/additional technical provisions</li> <li>• Campaigning for policyholders to switch to new product conditions or other types of products</li> <li>• Renegotiating contract terms for existing business, where feasible</li> </ul> <p><i>ALM strategies and other:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Implementing efficiency/cost cutting initiatives</li> <li>• Amending ALM strategies, e.g. with regards to matching and hedging</li> <li>• Increasing share of higher yielding sovereign bonds in investment portfolio or increasing share of other higher yielding instruments/asset classes</li> </ul>

Fonte: EIOPA, *A potential macroprudential approach to low interest rate environment in the Solvency II context*, EIOPA-BoS-15/202, p. 10.

#### 4.2.2. Gli obiettivi da perseguire in ottica macroprudenziale

##### Maggiore resilienza del settore assicurativo vita

Uno scenario di bassi tassi di interesse può colpire l'impresa di assicurazione vita in entrambe le componenti di bilancio, attivi e passivi. Considerando le *liabilities*, con bassi tassi di interesse aumenta il valore delle obbligazioni delle imprese di assicurazione dato l'abbassamento del tasso a cui sono scontate. Considerando gli *assets*, invece, si manifestano prevalentemente due tipologie di scenari.

Il primo è legato alla metodologia di valutazione *market consistent* del bilancio. Con l'abbassamento dei tassi di interesse, il valore degli investimenti sensibili all'*interest rate*, quindi sostanzialmente i titoli obbligazionari (*fixed income*), aumenta. Specialmente per le imprese di assicurazione vita, tuttavia, tale incremento non compensa l'incremento del valore delle passività, considerando la

loro lunga *duration* e quindi forte sensibilità al tasso di interesse<sup>281</sup>. Questo scenario comporta un minore *net asset value*. Inoltre, nel caso di andamenti negativi dei mercati in cui si registrano in aggiunta improvvisi rialzi di *spread*, l'impresa di assicurazione sarebbe colpita sia dal lato degli attivi, con un deterioramento del portafoglio di investimenti, sia dal lato dei passivi con un aumento del valore delle riserve tecniche dovuto ai bassi tassi di interesse.

Il secondo scenario, invece, dipende dai rendimenti degli investimenti e dal cosiddetto rischio di reinvestimento degli attivi finalizzati alla copertura degli impegni nei confronti degli assicurati. Questa tematica è particolarmente attinente al *business* vita considerando i rendimenti garantiti contrattualmente pattuiti da riconoscere all'assicurato.

Al fine di aumentare la resilienza del settore assicurativo, con particolare riguardo a quello vita, sono presi in considerazione alcuni strumenti di vigilanza a mitigazione dei rischi sopra descritti.

Il primo riguarda i requisiti di capitale e si sostanzia nel prevedere caricamenti di capitale ulteriori rispetto a quelli effettuati a copertura dei rischi del *business* ovvero nel limitare o proibire la distribuzione di utili in presenza di certe circostanze, ossia qualora, ad esempio, si configuri un potenziale pregiudizio per l'interesse degli assicurati. Il nuovo regime di vigilanza prudenziale non richiede capitale aggiuntivo da detenere per scopi macroprudenziali, con l'obiettivo quindi di preservare la stabilità del sistema finanziario. Tuttavia, con *Solvency II* vi è la possibilità di rafforzare il requisito patrimoniale di solvibilità (SCR) – in determinate circostanze e caso per caso – tramite il cosiddetto *capital add-on* qualora il contesto di riferimento abbia effetti aggravanti sul profilo di rischio dell'impresa di assicurazione<sup>282</sup>.

Con riferimento alla distribuzione dei dividendi, *Solvency II* già prevede meccanismi per annullare automaticamente la distribuzione degli utili in caso di non conformità con i requisiti patrimoniali<sup>283</sup>.

Nonostante sia una tematica per lo più quantitativa di Pilastro 1, è importante svolgere una riflessione che coinvolga altresì gli strumenti appartenenti al Pilastro 2. In particolare, gli strumenti di *governance*, del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi sono concepiti nell'ambito di *Solvency II* al fine di consentire all'impresa di assicurazione di adottare un approccio più organizzato, presidiato e organico al governo dei rischi anche in ottica prospettica.

---

<sup>281</sup> Berdin E. & Gründl H., *The effects of a low interest rate environment on life insurers*, ICIR Working paper series n. 15/14, House of Finance, Goethe University, gennaio 2015, p. 31.

<sup>282</sup> Si veda, in particolare, Direttiva 2009/138/CE, articolo 37.

<sup>283</sup> Si veda, in particolare, Direttiva 2009/138/CE, articoli 138 e 139.

Infatti, nell'ambito della valutazione della solvibilità (ORSA), nonché nella politica e nel piano di gestione del capitale e di distribuzione dei dividendi richiesta da *Solvency II*<sup>284</sup>, le imprese di assicurazione dovrebbero fare rientrare anche questo tipo di analisi sia per fini microprudenziali, considerando la sana e prudente gestione dell'impresa, sia per fini macroprudenziali di stabilità del sistema.

I restanti strumenti di vigilanza sono maggiormente specifici per il *business* assicurativo vita rispetto al precedente e riguardano la capacità di assorbimento delle perdite da parte di gruppi o imprese di assicurazione a rilevanza sistemica, la riduzione dei minimi garantiti nella nuova produzione e il rafforzamento delle regole di *recovery* e *resolution* in ambito assicurativo.

Con riferimento al primo strumento, come visto nella trattazione che precede e ribadito dall'IAIS (2013), in presenza di gruppi o imprese a rilevanza sistemica non è possibile prescindere da requisiti di capitale dedicati esclusivamente alla copertura delle perdite al fine di internalizzare i costi delle cosiddette esternalizzazioni negative, di ridurre la probabilità che si realizzi un potenziale fallimento e quindi, conseguentemente, di fornire incentivi per ridurre l'importanza sistemica di taluni gruppi o di talune imprese.

Con riferimento allo secondo strumento, l'abbassamento dei minimi garantiti dei nuovi prodotti assicurativi vita consentirebbe l'allineamento con il rendimento del portafoglio titoli. Pur non essendo espressamente prevista da *Solvency II*, questa misura è già in uso presso alcuni Paesi ed è inoltre compatibile con il nuovo regime di solvibilità.

Con riferimento infine al terzo strumento, un regime di *recovery* e *resolution* è riconosciuto fondamentale sia per gli effetti microprudenziali sia macroprudenziali. Infatti, un efficace regime di recupero contribuisce a velocizzare la risposta delle imprese di assicurazione e a renderla più strutturata, ad esempio adottando condotte sul mercato meno rischiose al fine di ridurre la probabilità di fallimento. Questo consentirebbe di risolvere situazioni di difficoltà senza esporre il sistema finanziario e/o l'impresa a rispondere delle perdite che verrebbero altrimenti causate. A riguardo, *Solvency II* introduce un regime di *recovery*, che tuttavia non interviene a livello macroprudenziale. In particolare, ai sensi degli articoli 138 e 139 della Direttiva 2009/138/CE, come meglio descritto al precedente Capitolo II, è previsto un periodo di recupero a seguito di sforamenti, rispettivamente, del *Solvency Capital Requirement* o del *Minimum Capital Requirement*. Il piano di *recovery* interviene *ex post*, a seguito del rilevamento dell'inosservanza dei requisiti patrimoniali, e non ancora *ex ante*, da

---

<sup>284</sup> Si veda, in particolare, EIOPA, *Guidelines sul sistema di governance*, EIOPA-BoS-14/253, Orientamenti n. 36 e 37.

predisporre in condizioni normali e considerare come strumento di gestione e prevenzione dei rischi.<sup>285</sup>

Minore rischio nelle condotte delle imprese di assicurazione vita

In un contesto di bassi tassi di interesse le imprese di assicurazione potrebbero essere portate a privilegiare il rendimento di uno strumento e non la qualità dello stesso. Quindi potrebbero investire in strumenti più redditizi ma al contempo più rischiosi adottando la cosiddetta condotta *search for yield*. Lo scenario sembra logico e razionale. Tuttavia occorre distinguere due tipologie di condotte che possono sembrare equivalenti ma che sono adottate per risultati differenti. In tale ambito risulta corretto operare una riallocazione del portafoglio al fine di ottimizzare o massimizzare i rendimenti. Invece la stessa risulta una condotta da mitigare qualora sia posta in essere con comportamenti che conducono a un incontrollato o insostenibile aumento dell'esposizione ai rischi.

A riguardo, tra le altre cose, rilevano due principi fondamentali su cui poggia il nuovo regime di vigilanza prudenziale, già precedentemente enunciati: il principio *risk-based* del *business* e il principio della *prudent person* nell'attività di investitore istituzionale. Con riferimento al primo, questo rileva in ragione del fatto che sono previsti caricamenti di capitali legati alla rischio dell'*asset* o della passività assunta. Le imprese di assicurazione, quindi, sono di fatto, anche se come effetto indiretto della regolamentazione, disincentivate dall'assumere condotte rischiose, che tra l'altro possono configurarsi anche con riferimento alla tipologia di obbligazioni da adempiere nei confronti degli assicurati. Ciò è anche dimostrato dal mantenimento di un portafoglio di investimenti mediamente stabile negli ultimi anni di osservazione<sup>286</sup>.

Con riferimento al principio della persona prudente, questo scoraggia le imprese di assicurazione nell'adottare condotte *search for yield* specialmente in quanto altrimenti sarebbero esposte a interventi di vigilanza da parte dell'Autorità, in ottemperanza alle già richiamate disposizioni della Direttiva 2009/138/CE, di cui specificatamente al Considerando 71 e all'articolo 132.

In relazione agli attivi a copertura delle riserve tecniche, sulla base di tale principio, inoltre, le citate disposizioni presuppongono che gli attivi medesimi siano altresì investiti in modo adeguato alla natura e alla durata delle passività assicurative, nel migliore interesse degli assicurati, anche in situazioni in cui l'impresa di assicurazione si trovasse in conflitto di interesse.

---

<sup>285</sup> Sul tema si veda anche la Sezione III del presente Capitolo.

<sup>286</sup> Per maggiori dettagli, si veda la Sezione I del Capitolo III.

### Minore prociclicità nei portafogli di investimento

Un contesto di bassi tassi di interesse può favorire la prociclicità degli investimenti che, come visto sopra, è un fattore che favorisce il rischio sistemico.

In particolare, il contesto di riferimento caratterizzato da bassi tassi di interesse può alimentare il fenomeno della prociclicità in quanto va a colpire il bilancio di impresa sia dal lato degli attivi sia dal lato dei passivi posto che entrambe le componenti sono valutate secondo logiche *market consistent*, ossia a mercato. Ciò significa che gli attivi sono valutati scontando i flussi di cassa attesi (per esempio, le cedole obbligazionarie) con una curva di tasso (*risk-free*) a cui viene sommato un fattore legato al *credit spread*, ossia il rischio dell'emittente; mentre i passivi sono valutati scontando i flussi di cassa attesi (ossia le prestazioni da riconoscere all'assicurato) con una curva di tasso (*risk-free*), escludendo quindi dal calcolo l'incidenza di ulteriori fattori di rischio. Come visto, tali circostanze determinano tuttavia la necessità di adottare azioni di mitigazione in ragione dei possibili disallineamenti tra attivi e passivi, considerando che quest'ultimi sono esclusivamente esposti alle variazioni dovute alla curva di tasso (*risk-free*).

A riguardo, EIOPA ha definito il cosiddetto *long-term guarantee package* al fine di prevenire comportamenti di investimento prociclici, evitando le cosiddette vendite forzate che, in un'ottica macroprudenziale, consente di mitigare l'effetto di un allargamento eccessivo degli *spread* obbligazionari in situazioni di *stress*. Oltre alle vendite forzate, potrebbe influenzare le strategie di gestione del risparmio, ad esempio comportando il passaggio da un *business* di lungo periodo a un *business* di breve periodo, e di limitare conseguentemente il ruolo delle imprese di assicurazione vita di stabilizzatori della volatilità del mercato<sup>287</sup>.

Gli strumenti inclusi nel *long-term guarantee package*, le cosiddette *long-term guarantee measures*, sono, in particolare: il *volatility adjustment*, il *matching adjustment* e l'estensione del periodo di *recovery*.

Il *volatility adjustment*, come visto, rappresenta un aggiustamento della curva di tasso (*risk-free*) volto ad attenuare la volatilità di breve termine dovuta a livelli eccessivi del *credit spread*. Tale misura produce effetti sul valore delle riserve tecniche e, di conseguenza, sui requisiti patrimoniali di solvibilità. Al fine di delineare il *volatility adjustment* è stato utilizzato come riferimento un paniere di *assets* costruito in base all'*asset allocation* delle imprese di assicurazione operanti sul mercato europeo. Ciò implica che questa misura di *credit spread* data dal *volatility adjustment* si muove seguendo gli *spread* europei e non replica con sufficiente precisione, nonostante si attivi una componente legata agli *spread* nazionali in presenza di determinate condizioni, l'andamento degli *spread* dei

---

<sup>287</sup> Baranoff E., *Financial stability in insurance - a built-in resilience mechanism*, The Geneva Association, Insurance and Finance Newsletter, N. 9, febbraio 2012, pp. 19 ss.

singoli Paesi, non determinando effetti significativi per quelle imprese di assicurazione esposte prevalentemente verso uno singolo Paese.

Ad esempio, il portafoglio di investimenti delle imprese di assicurazione vita italiane si discosta dalla media europea specialmente in ragione dell'elevata quantità di titoli governativi italiani. Per come è costruito, il *volatility adjustment* aumenta di efficacia con un'*asset allocation* che si avvicina alla media delle *asset allocation* europee<sup>288</sup>. Quindi, se un'impresa di assicurazione rientra nella media europea in termini di composizione del portafoglio degli investimenti, è molto probabile che tragga un maggiore vantaggio dall'applicazione del *volatility adjustment*, andando a mitigare condotte procicliche e quindi con benefici a livello macroprudenziale. Dall'applicazione *volatility adjustment* possono tuttavia sorgere nuovi rischi nel caso in cui l'aumento del *credit spread* non sia temporaneo ma rappresenti una reale diminuzione del merito di credito dell'emittente. Questa condizione comporterebbe un giustificato aumento dei requisiti di capitale che tuttavia, applicando il *volatility adjustment*, non avrebbe luogo.

Pertanto, sono previsti flussi informativi verso l'Autorità di Vigilanza al fine di consentire il monitoraggio dei parametri di solvibilità con e senza l'applicazione del *volatility adjustment*.

Il *matching adjustment*, invece, è un aggiustamento alla curva risk-free di sconto per portafogli in cui le obbligazioni e gli investimenti possono essere identificati, organizzati e gestiti separatamente dalle altre attività dell'impresa di assicurazione. Tale strumento favorisce un costante allineamento tra attivi e passivi, a mitigazione della volatilità del bilancio e conseguentemente dei relativi effetti prociclici.

L'estensione del piano di *recovery*, come visto, è considerata una misura che limita gli effetti prociclici derivanti di uno sfioramento sistematico del requisito patrimoniale di solvibilità (SCR) dovuto dal contesto di riferimento caratterizzato da bassi tassi di interesse che porterebbe, tra l'altro, alla vendita compulsiva e irrazionale di *assets*. È competenza di EIOPA dichiarare una situazione di eccezionale difficoltà dei mercati finanziari dovuti, ad esempio, da un *low interest rates environment* o da eventi catastrofici. A EIOPA competono altresì gli

---

<sup>288</sup> Negli *stress test* condotti nel 2016 da EIOPA, infatti, emerge che le cosiddette *long-term guarantee measures* producono effetti diversi sul *Solvency Ratio* delle imprese di assicurazione europee partecipanti agli *stress test* (n. 236 a livello individuale, appartenenti a n. 30 Paesi differenti). Ad esempio, tali misure producono un effetto maggiore in termini di *Solvency Ratio* sulle imprese di assicurazione tedesche rispetto a quello prodotto sulle imprese di assicurazione italiane. Questo dipende, tra l'altro, dalla composizione dell'*asset allocation* che, in realzione alle imprese tedesche, si avvicina maggiormente, rispetto a quelle italiane, al paniere europeo tenuto a riferimento per la costruzione delle *long-term guarantee measures*. Per dettagli, si veda EIOPA, *2016 Insurance stress test report*, EIOPA 16/302, p. 24.

accertamenti per dichiarare il venire meno di una situazione di eccezionale gravità precedentemente riconosciuta.

La previsione, ai sensi dell'articolo 138 della Direttiva 2009/138/CE, opera solamente con riferimento al SCR, mentre in caso di sfioramento del MCR, ai sensi dell'articolo 139 della Direttiva medesima, qualora l'impresa di assicurazione non riuscisse a ripristinare le soglie regolamentari entro tre mesi dalla constatazione della mancata conformità del requisito, ovvero qualora l'Autorità di Vigilanza valuti il piano di finanziamento presentato non adeguato a ripristinare il requisito regolamentare, si procede alla revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività di impresa.

## **5. Gli elementi chiave per monitorare gli effetti del contesto di riferimento**

In un contesto di riferimento caratterizzato da bassi tassi di interesse, l'impresa di assicurazione vita deve essere monitorata nel continuo al fine di verificare la solidità e stabilità patrimoniale della medesima.

Il cosiddetto *Solvency Ratio*, come visto, rappresenta un indice di solidità patrimoniale in quanto rapporta i fondi propri al requisito patrimoniale di solvibilità (fondi propri/SCR). Il suo valore deve essere per lo meno superiore a 1 e consente di capire se l'impresa di assicurazione sia in grado di adempiere alle obbligazioni assunte nei dodici mesi successivi con una probabilità di almeno il 99,5%.

Nell'analisi sopra riportata, inoltre, è stata illustrata la rilevanza del cosiddetto *duration gap*, ossia la differenza tra la *duration* degli attivi e la *duration* dei passivi. Specialmente per le imprese di assicurazione vita, in cui la *duration* degli attivi è mediamente inferiore rispetto alla *duration* delle passività, il *gap* di *duration* incide sulla capacità dell'impresa di essere solvente nel tempo e di adempiere alle garanzie contrattualmente garantite. Questo comporta vulnerabilità nel *business* vita prevalentemente per il cosiddetto il rischio di reinvestimento (*reinvestment risk*) e di vendita anticipata *dell'assets* in un contesto di bassi tassi di interesse.

Un ulteriore elemento di analisi deve essere incentrato sulla tipologia e la misura delle riserve tecniche. Sono richieste coperture maggiori in presenza di prodotti che riconoscono elevati rendimenti o coperture con significative garanzie (*i.e.* i prodotti tradizionali vita) rispetto a quelli richiesti in presenza di prodotti in cui parte o la totalità del rischio ricade sull'assicurato (*i.e.* prodotti *unit linked*). Quest'ultimo indicatore di salute del *business* è strettamente legato al successivo. Il livello di copertura delle garanzie considerando il rendimento del portafoglio degli investimenti. Una gestione integrata di entrambe le componenti di bilancio è necessaria per agire sul mercato come soggetti razionali, nelle scelte di

investimento, e consapevoli della tipologia di *business* che gli investimenti devono garantire. In presenza di prodotti che riconoscono un rendimento minimo garantito, l'impresa di assicurazione deve necessariamente monitorare la profittabilità dei propri investimenti tramite la valutazione dei rendimenti dei propri investimenti rispetto all'ammontare dei rendimenti contrattualmente garantiti ai propri assicurati. Il monitoraggio del portafoglio di investimento è altresì funzionale a prevenire condotte procicliche e cosiddette *search for yield*.



## Bibliografia

Acharya V. & Richardson M., *Is the insurance industry systemically risky?*, in Biggs J. H. & Richardson M. P., *Modernizing Insurance Regulation*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ, USA, 2014.

Arena M., *Does insurance market activity promote economic growth? A cross-country study for industrialized and developing countries*, World Bank Policy Research Working Paper 4098, dicembre 2006.

Ballentine B., Beattie D., Eiji K., Kashiwakura D., Perez Martinez L., Mirenzi F., Montano J., Serra B., Strauss N. e Yau E., *Low interest rates are credit negative for insurers globally, but risks vary by Country*, Moody's Investors Service, 26 marzo 2015.

Bank of England, *Procyclicality and structural trends in investment allocation by insurance companies and pension funds: a discussion paper*, Bank of England and the Procyclicality Working Group, luglio 2014.

Baranoff E., *Financial stability in insurance - a built-in resilience mechanism*, The Geneva Association, Insurance and Finance Newsletter, N. 9, febbraio 2012.

Berdin E. & Gründl H., *The effects of a low interest rate environment on life insurers*, ICIR Working paper series n. 15/14, House of Finance, Goethe University, gennaio 2015.

Berdin E., Pancaro C. e Kok C., *A stochastic forward-looking model to assess the profitability and solvency of european insurers*, SAFE Working paper n. 137, House of Finance, Goethe University, novembre 2016.

Berdin E. & Sottocornola M., *Insurance activities and systemic risk*, SAFE Working paper n. 121, House of Finance, Goethe University, dicembre 2015.

Bijlsma M. & Vermeulen R., *Insurance companies' trading behaviour during the European sovereign debt crisis: flight home or flight to quality?*, De Nederlandsche Bank, DNB Working paper, marzo 2015.

Billio M., Getmansky M., Andrew W. L., Pelizzon L., *Econometric measures of connectedness and systemic risk in the finance and insurance sectors*, Journal of Financial Economic, 104, 3, 2012.

Black J. & Hirsch J., *Negative rates for the people arrive as German Bank gives in*, Bloomberg, 11 agosto 2016.

Borio C., *Change and constancy in the financial system: implications for financial distress and policy*, Bank for International Settlements, Working paper, ottobre 2007.

Borio C., *Implementing a macroprudential framework: blending boldness and realism*, Bank for International Settlements, luglio 2010.

Christophersen C. & Zschiesche J., *Macroprudential objectives and instruments for insurance - An initial discussion*, EIOPA Financial Stability Report, EIOPA-FSC-15-67.

Claessens S., Herring R. J., Schoenmaker D. and Summe K. A., *A safer world financial system: improving the resolution of systemic institutions*, International Center for Monetary and Banking Studies and Centre International d'Etudes Monetaires et Bancaires, Geneva Reports on the World Economy 12, 2010.

Cœuré B., *Assessing the implications of negative interest rates*, discorso tenuto al Yale Financial Crisis Forum, Yale School of Management, New Haven, 28 luglio 2016.

Comité Européen des Assurances, *Insurance: a unique sector. Why insurers differ from banks*, giugno 2010.

Commissione europea, *Solvency II Overview – Frequently asked questions*, 12 gennaio 2015.

Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (solvibilità II).

Dowd K., *Too big to fail? Long-term capital management and the Federal Reserve*, Cato Institute, Briefing Paper N. 52, settembre 1999.

ECB, *Statistics*, 2015.

EIOPA, *Financial Stability Report*, EIOPA-FS-14-044.

EIOPA, *Low interest rate environment stock taking exercise 2014*, EIOPA-BoS-14/103.

EIOPA, *Guidelines sul sistema di governance*, EIOPA-BoS-14/253.

EIOPA, *A potential macroprudential approach to low interest rate environment in the Solvency II context*, EIOPA-BoS-15/202.

EIOPA, *2016 Insurance stress test report*, EIOPA 16/302.

Eling M. & Pankoke D., *Systemic Risk and the Insurance Industry: Principal Linkages and Dependencies*, in Monkiewicz J. & Małecki M., *Macroprudential Supervision in Insurance*, Palgrave Macmillan, Hampshire, 2014.

European Systemic Risk Board, *Report on systemic risks in the EU insurance sector*, dicembre 2015.

Friedman B. M., *The Greenspan era: discretion, rather than rules*, NBER Working Paper No. 12118, marzo 2006.

Gelos G. & Valcky N., *The insurance sector and systemic risk*, VOX EPR's Policy Portal, 27 luglio 2016.

Hufeld F., *A regulatory framework for systemic risk in the insurance industry*, contenuto in Hufeld F., Koijen R. S. J. e Thimann C., *The economics, regulation, and systemic risk of insurance markets*, Oxford University, Oxford Scholarship Online, dicembre 2016.

Impavido G. & Tower I., *How the financial crisis affects pensions and insurance and why the impacts matter*, International Monetary Fund, Working paper, 2009.

International Association of Insurance Supervisors, *Insurance and financial stability*, novembre 2011.

International Association of Insurance Supervisors, *Global systemically important insurers: initial assessment methodology*, luglio 2013.

International Association of Insurance Supervisors, *Global systemically important insurers: policy measures*, luglio 2013.

International Association of Insurance Supervisors, *Global systemically important insurers: updated assessment methodology*, luglio 2016.

International Association of Insurance Supervisors, *Global insurance market report (GIMAR) 2016*, 31 gennaio 2017.

Nyholm K., *Insurance and banking interconnectedness in Europe: the opinion of equity markets*, Research Article, Economics Research International, 2012, 2012.

Petersen A. - K., *QE Monitor. Dreaming a little taper dream*, Allianz Global Investors, 7 ottobre 2016.

Prometeia, *European insurance market: the asset managers perspective*, 2016.

Regolamento delegato (UE) 2015/35 della Commissione, del 10 ottobre 2014, che integra la Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (Solvibilità II).

Veronese L., *Perché Lehman è stata lasciata fallire e Aig è stata salvata*, Il Sole 24Ore, 19 settembre 2008.

[PAGINA VOLTAMENTE LASCIATA IN BIANCO]

**CAPITOLO III**  
**L'IMPRESA DI ASSICURAZIONE VITA**  
**NELL'ORIZZONTE DI LUNGO PERIODO**

**SEZIONE III**  
**L'IMPRESA DI ASSICURAZIONE E**  
**L'UNIONE DEI MERCATI DEI CAPITALI**

**1. Introduzione. – 2. Il quadro generale. – 2.1. La libertà di circolazione dei capitali. – 2.2. L'unione dei mercati dei capitali. – 2.2.1. L'integrazione finanziaria. – 3. Il settore assicurativo. – 3.1. Il ruolo delle imprese di assicurazione nei mercati dei capitali. – 3.2. Alcune misure per l'unione dei mercati dei capitali. – 3.2.1. Gli investimenti in infrastrutture. – 3.2.2. La cartolarizzazione nel settore assicurativo. – 3.2.3. Gli investimenti *cross border*. – 3.2.4. La creazione di un sistema di risanamento e risoluzione. – 4. Considerazioni conclusive. – Bibliografia.**

**1. Introduzione**

Al fine di fornire una visione a più dimensioni dell'impresa di assicurazione vita e del suo orizzonte di lungo periodo nel mercato finanziario, nella trattazione che precede è stata dapprima studiata la nascita dell'assicurazione e la sua evoluzione storica fino al nuovo regime di vigilanza prudenziale *Solvency II*. Successivamente, l'impresa di assicurazione vita è stata analizzata in relazione alle caratteristiche tecniche del *business*, considerando quindi i prodotti offerti e gli investimenti effettuati per fare fronte alle obbligazioni assunte nei confronti degli assicurati, in un periodo temporale di dieci anni. Inoltre, considerando l'attuale contesto di riferimento caratterizzato da bassi tassi di interesse, sono stati analizzati gli effetti di tale circostanza sulle imprese di assicurazione vita, sia in ottica microprudenziale sia macroprudenziale.

Alla luce di dette trattazioni, nella presente Sezione l'impresa di assicurazione (non specificatamente vita) è considerata e analizzata nell'ambito della cosiddetta

*capital markets union*, che prevede un forte coinvolgimento del settore assicurativo europeo. Inizialmente è fornito il quadro generale in cui si colloca questo importante progetto europeo. Poi è analizzato il ruolo delle imprese di assicurazione nell'unione dei mercati finanziari specialmente come investitore istituzionale. Infine, sono illustrate brevi considerazioni conclusive sostanzialmente attinenti al principio fondamentale della trasparenza dei mercati sottostante alla *capital market union*.

## **2. Il quadro generale**

### **2.1. La libertà di circolazione dei capitali**

Nelle libertà sancite dai trattati dell'Unione europea, la libertà di circolazione dei capitali è quella di più recente introduzione e la più ampia considerando la sua estensione anche all'ambito *extra* Unione europea. In principio non era prevista la piena liberalizzazione delle movimentazioni di capitali e quindi gli Stati membri godevano di ampia discrezionalità nella rimozione degli ostacoli al corretto funzionamento del mercato comune. Con l'evolversi dei mercati e del contesto economico e politico di riferimento a livello europeo e internazionale, si affermava progressivamente l'Unione economica e monetaria, dapprima con l'adozione di direttive europee<sup>289</sup> e successivamente nell'ambito del trattato di Maastricht, che sanciva, salvo casi specifici, il divieto di tutte le restrizioni ai movimenti dei capitali e sui pagamenti sia tra gli Stati membri sia tra questi ultimi e i Paesi *extra* Unione europea<sup>290</sup>.

---

<sup>289</sup> L'affermazione della libertà di circolazione dei capitali è stata progressiva nel tempo. Di seguito si riportano le principali azioni comunitarie intraprese in materia. Inizialmente veniva adottata la "prima Direttiva" dell'11 maggio 1960, poi modificata nel 1962, sull'implementazione dell'articolo 67 del Trattato di Roma, che liberalizzava gli investimenti diretti e i crediti a breve o medio termine per operazioni commerciali nonché per gli acquisti di valori mobiliari negoziati in borsa. Successivamente, veniva adottata la Direttiva 72/156/CEE per la regolazione dei flussi finanziari internazionali e la neutralizzazione dei loro effetti indesiderabili sulla liquidità interna. In seguito, veniva pienamente liberalizzata la circolazione dei capitali con la Direttiva 88/361/CEE del 24 giugno 1988 che aboliva le rimanenti restrizioni ai movimenti di capitali tra residenti degli Stati membri a far data dal 1° luglio 1990, pur consentendo agli Stati membri tramite una cosiddetta clausola di salvaguardia di adottare misure di protezione in caso di particolari situazioni di perturbazione della politica monetaria nonché riconoscendo, solo ad alcuni Stati membri, di mantenere restrizioni temporanee specialmente sui movimenti di breve termine per un determinato periodo di tempo.

<sup>290</sup> Il Trattato di Maastricht, o Trattato dell'Unione europea, firmato il 7 febbraio 1992, ha introdotto la libera circolazione dei capitali tra le libertà fondamentali dell'Unione europea. Allo stato attuale, il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), da ultimo modificato in data 26 ottobre 2012, all'articolo 63, sancisce il divieto di tutte le restrizioni ai movimenti di capitali e sui pagamenti tra Stati membri, nonché tra Stati membri e Paesi *extra* Unione europea. Sono mantenute deroghe essenzialmente limitate ai movimenti di capitali riguardanti Paesi terzi (articolo 64 del TFUE) nonché possibilità di adottare misure di emergenza sempre nei confronti di questi ultimi Paesi (articolo 66 del TFUE). Mentre all'articolo 65 del TFUE sono consentite restrizioni di carattere generale ai movimenti di

Attualmente, la libertà di circolazione dei capitali è sancita nel Trattato sul Funzionamento dell'Unione europea, dagli articoli 63 a 66, e dagli articoli 75 e 215 in relazione alle sanzioni.

Tale libertà si è affermata seguendo l'obiettivo di eliminare le restrizioni ai movimenti di capitali tra gli Stati membri e tra questi ultimi e i Paesi *extra* Unione europea, pur tuttavia mantenendo la possibilità per gli Stati membri di applicare le cosiddette misure di salvaguardia (*ex* articoli 143 e 144 del Trattato), ossia restrizioni temporanee da adottare solo in determinate circostanze<sup>291</sup>.

## **2.2. L'unione dei mercati dei capitali**

La libertà di circolazione dei capitali risiede alla base della cosiddetta unione dei mercati dei capitali (o *capital markets union*). Il 28 gennaio 2015 la Commissione europea lanciava il progetto finalizzato a creare l'unione dei mercati dei capitali. Tale progetto è volto a incentivare la mobilitazione dei capitali in Europa in particolare al fine di:

- indirizzare questi ultimi verso le imprese operanti sul mercato, per lo più le cosiddette piccole-medie imprese, e a supporto di progetti riguardanti infrastrutture;
- incrementare i volumi degli investimenti internazionali;
- rendere il sistema finanziario nel complesso più stabile e resistente in ragione della più ampia disponibilità di fonti di finanziamento.

Collegando quindi il risparmio alla crescita, il progetto rappresenta inoltre una più ampia offerta di opportunità per risparmiatori e investitori. Con lo scopo di creare un mercato unico dei capitali per gli Stati membri dell'Unione europea, in presenza di mercati più integrati, sono attesi costi di finanziamento più bassi e un sistema finanziario che consenta la mobilitazione del finanziamento privato nel contesto del piano degli investimenti per l'Europa<sup>292</sup>.

In particolare, la creazione di un'unione dei mercati dei capitali ha l'obiettivo di garantire una maggiore diversificazione del finanziamento dell'economia riducendo il costo della raccolta dei capitali, soprattutto per le cosiddette piccole-medie imprese, nonché una maggiore integrazione degli stessi, in particolare per i titoli di capitale, che migliorerebbe la capacità del sistema finanziario europeo di

---

capitali anche all'interno dell'Unione europea che si sostanziano in particolare in misure volte a impedire violazioni della legislazione nazionale in materia di vigilanza prudenziale, in procedure per la dichiarazione dei movimenti di capitali a fini amministrativi o statistici, nonché in misure a tutela dell'ordine pubblico o della pubblica sicurezza.

<sup>291</sup> Si veda la nota che precede.

<sup>292</sup> In particolare, la Commissione europea in data 26 novembre 2014 annunciava un piano di investimenti da 315 miliardi di euro al fine di avviare il processo di crescita dell'Europa e di incremento dell'occupazione.

assorbire gli *shock* e consentirebbe maggiori investimenti senza aumentare i livelli di indebitamento. Con un'infrastruttura di mercato e intermediari efficienti, un'unione dei mercati dei capitali dovrebbe migliorare il flusso di capitali dagli investitori ai progetti di investimento europei, agevolando la distribuzione dei rischi e dei capitali in tutta l'Unione europea e, in ultima analisi, incrementando il grado di resilienza agli *shock* futuri<sup>293</sup>.

A riguardo, la Commissione europea si è impegnata a predisporre entro il 2019 gli elementi costitutivi di un'unione dei mercati dei capitali ben regolamentata e integrata.

### **2.2.1. L'integrazione finanziaria**

Il piano della Commissione europea è considerato come un'opportunità di riflessione sul principio di integrazione finanziaria in Europa. In base a tale principio, si opera al fine di realizzare un sistema economico-finanziario di contrappeso al tradizionale *business* bancario *cross border* mediante il rafforzamento di altre attività del mercato dei capitali. Inoltre, più segnatamente, si agisce con l'obiettivo di creare un'architettura finanziaria europea del mercato unico che possa supportare il sistema finanziario tramite l'integrazione e la messa in competizione dei mercati nazionali a beneficio di investitori e società ivi operanti<sup>294</sup>.

Infatti, uno degli elementi fondamentali dell'unione dei mercati dei capitali è l'integrazione finanziaria che rappresenta il processo tramite il quale differenti regioni e Paesi diventano maggiormente interconnessi a livello finanziario realizzando una più efficace divisione e allocazione del rischio. Tale meccanismo consente *inter alia* una migliore reazione a eventuali *shock* di mercato, come le recenti crisi finanziarie<sup>295</sup>. Il processo di integrazione implica la libera circolazione dei capitali e dei servizi finanziari al fine di consentire la detenzione di *asset cross border* comportando conseguentemente un aumento di flussi di capitale tra regioni e una convergenza di prezzi e ricavi derivanti dai servizi e dalle attività finanziarie<sup>296</sup>. L'integrazione finanziaria può essere concepita quindi come un processo di progressiva evoluzione che origina dallo sviluppo economico, procede con lo sviluppo finanziario – dato dalla combinazione dell'attività di intermediazione di istituzioni e mercato – e con la struttura finanziaria – data da una combinazione di credito e debito (ossia risorse di finanziamento) derivanti dagli intermediari e dal mercato (ossia mezzi di

---

<sup>293</sup> Commissione europea, *Libro verde - Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 63 final, 18 febbraio 2015, p. 4.

<sup>294</sup> Valiante D., *Europe's Untapped Capital Market – Rethinking financial integration after crisis*, Centre for European Policies Studies, 2016, p. 16.

<sup>295</sup> Si veda la nota che precede.

<sup>296</sup> Si veda la nota che precede.

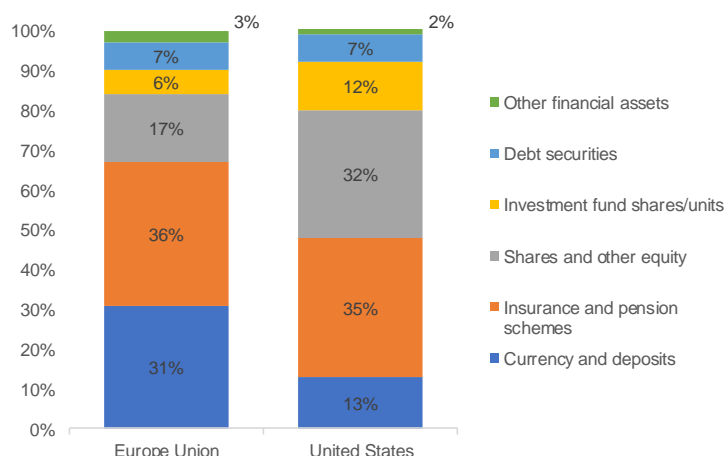


finanziamento) – portando, infine, alla crescita economica<sup>297</sup>. Infatti da una combinazione della struttura finanziaria e dello sviluppo finanziario, che determinano la qualità dell'integrazione finanziaria, derivano sostanzialmente una più efficiente allocazione dei capitali e quindi un ulteriore sviluppo economico e, da ultimo, una crescita economica dell'intero sistema<sup>298</sup>.

La diversificazione del rischio rappresenta un elemento fondamentale di ogni processo di integrazione, in ragione del fatto che si mitiga il rischio di un'eccessiva concentrazione di flussi di capitale riducendo pertanto i rischi di inflazione degli *asset* e di costanti perdite di produttività<sup>299</sup>.

I mercati finanziari europei sono caratterizzati principalmente da un sistema finanziario basato sui prestiti. In particolare, le entità non finanziarie si affidano prevalentemente al sistema dei prestiti e hanno un accesso limitato al mercato del debito, mentre i risparmiatori *retail* mostrano una forte preferenza per gli investimenti tramite intermediari bancari<sup>300</sup>.

*Figura 3.17. Assets finanziari detenuti dai risparmiatori in Europa e negli Stati Uniti.*



*Note: i dati si riferiscono a una media calcolata nel periodo dal 2007 al 2014.*

*Fonte: Valiante D., Europe's Untapped Capital Market – Rethinking financial integration after crisis, Centre for European Policies Studies, 2016, p. 89.*

<sup>297</sup> Valiante D., *Europe's Untapped Capital Market – Rethinking financial integration after crisis*, Centre for European Policies Studies, 2016, p. 17.

<sup>298</sup> Valiante D., *Europe's Untapped Capital Market – Rethinking financial integration after crisis*, Centre for European Policies Studies, 2016, p. 16.

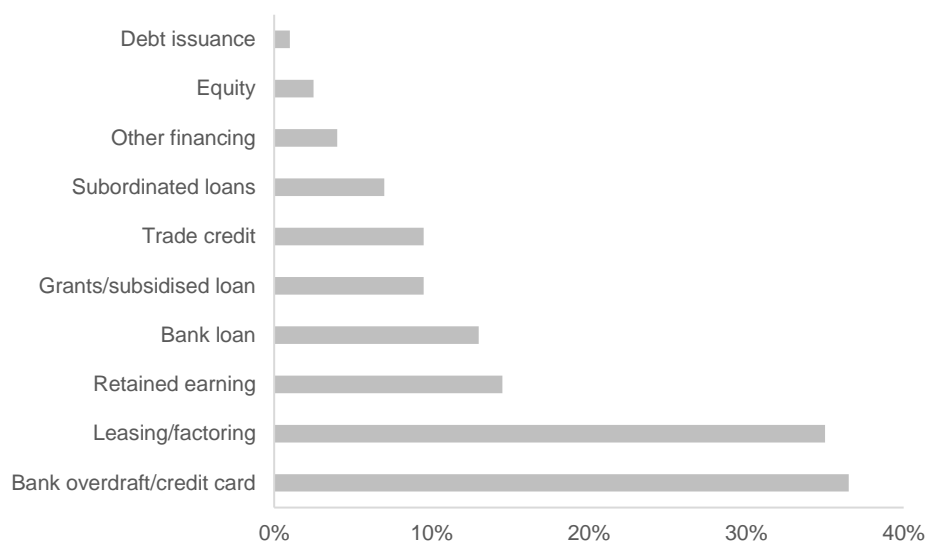
<sup>299</sup> Valiante D., *Europe's Untapped Capital Market – Rethinking financial integration after crisis*, Centre for European Policies Studies, 2016, p. 17.

<sup>300</sup> Valiante D., *Europe's Untapped Capital Market – Rethinking financial integration after crisis*, Centre for European Policies Studies, 2016, p. 90.

A titolo esemplificativo, si riportano gli *asset* detenuti dai risparmiatori in Europa e negli Stati Uniti (Figura 3.17); dai dati emerge che il sistema europeo, a differenza di quello statunitense, è fortemente caratterizzato dall'intermediazione bancaria, con operazioni di valuta e depositi.

Infatti, lo sviluppo di determinati modelli di finanziamento non dipende solo dal comportamento delle imprese ma anche da quello dei risparmiatori. Per esempio, le imprese sono maggiormente propense verso finanziamenti tramite *equity* quando i risparmiatori investono quantità significative dei propri risparmi in azioni. Per contro, quando i risparmiatori preferiscono i depositi bancari, le banche tendono ad assumere un ruolo rilevante nell'attività di intermediazione finanziaria<sup>301</sup>. Come rappresentato nella Figura 3.17, le famiglie europee investono i propri risparmi prevalentemente in depositi, mentre le famiglie americane si affidano agli investimenti in azioni, assicurazioni sulla vita e fondi pensione.

*Figura 3.18. Principali fonti di finanziamento delle piccole-medie imprese europee.*



*Note: dati in percentuale delle piccole-medie imprese europee (28 Stati membri).*

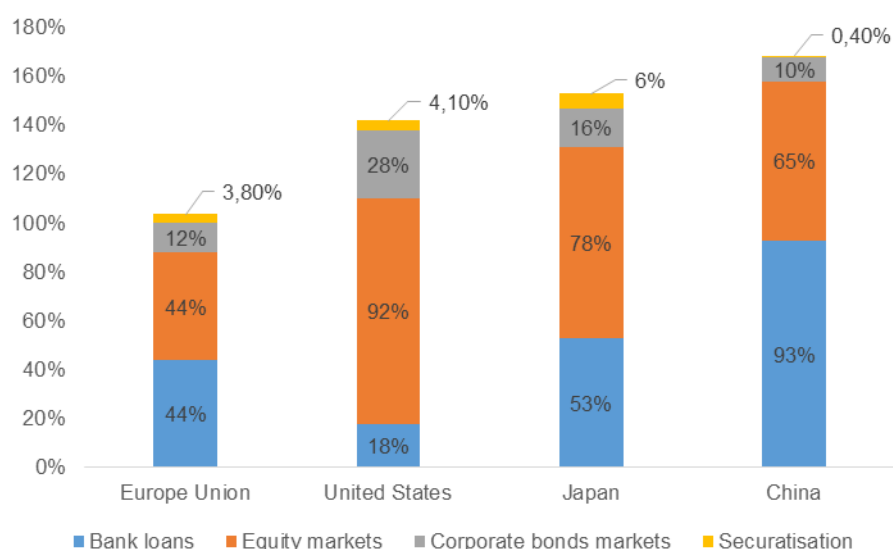
*Fonte: Vèron N. & Wolff G. B., Capital markets union: a vision for the long term, Bruegel, 5, aprile 2015, p. 7.*

La struttura dei modelli di risparmio influisce anche sul sistema di trasformazione delle scadenze. In particolare, considerando i risparmiatori in Europa e negli Stati Uniti, questi determinano strutture delle scadenze diverse: come visto, i primi

<sup>301</sup> Vèron N. & Wolff G. B., *Capital markets union: a vision for the long term*, Bruegel, 5, aprile 2015, p. 6.

investono prevalentemente in strumenti facilmente accessibili, di breve-media durata e quindi di facile smobilizzo, come i depositi; i secondi, invece, investono una quota significativa dei loro risparmi in *asset* caratterizzati da scadenze di lungo periodo, come i titoli azionari, le assicurazioni sulla vita e i fondi pensione. Ne consegue che il sistema finanziario deve operare al fine di fornire diversi livelli di maturità delle scadenze con l'obiettivo di ottenere una medesima struttura dei modelli di finanziamento alle imprese<sup>302</sup>.

Figura 3.19. La struttura dei finanziamenti delle imprese non finanziarie.



*Note: i dati sono in % rispetto al GDP e rappresentano una media dall'anno 2000 all'anno 2004. I dati sulle cartolarizzazioni (securitisation) si riferiscono alle imprese non finanziarie sia per l'Europe Union sia per gli United States, mentre includono la totalità delle cartolarizzazioni per gli altri Paesi.*

*Fonte: Valiante D., Europe's Untapped Capital Market – Rethinking financial integration after crisis, Centre for European Policies Studies, 2016, p. 82.*

La presenza di robusti sistemi di garanzia e protezione del consumatore è fondamentale al fine di tendere verso a un modello di investimento diverso dei risparmiatori che non sia prevalentemente legato ai depositi bancari. In particolare, i depositi in ambito europeo sono protetti dal meccanismo di garanzia assicurativa, mentre altre forme di investimento garantiscono una protezione limitata e necessitano di maggiore trasparenza e di una regolamentazione in

<sup>302</sup> Vèron N. & Wolff G. B., *Capital markets union: a vision for the long term*, Bruegel, 5, aprile 2015, p. 6.

materia più chiara e tutelante, che non disincentivi tuttavia l'adeguata assunzione dei rischi e l'innovazione<sup>303</sup>.

La struttura dei modelli di risparmio, come sopra rappresentata, implica, inoltre, un ruolo delle piccole-medie imprese nel mercato dei capitali poco significativo, per le quali i prestiti bancari rappresentano la prevalente fonte di finanziamento (Figura 3.18 e Figura 3.19).

### **3. Il settore assicurativo**

Come descritto nella trattazione che precede, la natura *bank-based* del sistema finanziario europeo, che si differenzia da quella statunitense che invece è caratterizzata anche da altre forme di finanziamento, come le azioni o fondi di investimento, dapprima considerata come fattore di stabilità del sistema, congiuntamente alla scarsità di alternativi canali di finanziamento, è identificata come uno dei principali elementi alla base della crisi finanziaria europea e ostativi alla realizzazione di adeguate misure risolutive<sup>304</sup>. Dalla crisi finanziaria è accresciuta la necessità di mitigare l'eccessivo affidamento al credito bancario e di sviluppare fonti alternative di finanziamento non bancario, tramite ad esempio l'accesso ai mercati azionari e obbligazionari, la cartolarizzazione, i prestiti di imprese di assicurazione e degli *asset manager*, di *venture capital* e di finanziamenti collettivi (*crowdfunding*)<sup>305</sup>.

#### **3.1. Il ruolo delle imprese di assicurazione nei mercati dei capitali**

In questo contesto le imprese di assicurazione svolgono un ruolo fondamentale come investitori sui mercati europei dei capitali.

Alla fine del 2015, i principali gruppi assicurativi europei detenevano complessivamente *asset* per circa 7.264 trilioni di euro, a fronte di un *business* condotto per circa il 72% in Europa<sup>306</sup>. Il dato sull'ammontare degli *assets* rileva in quanto rappresenta circa il 60% del *Gross Domestic Product* (GDP) europeo<sup>307</sup>.

---

<sup>303</sup> Vèron N. & Wolff G. B., *Capital markets union: a vision for the long term*, Bruegel, 5, aprile 2015, p. 9.

<sup>304</sup> Vèron N. & Wolff G. B., *Capital markets union: a vision for the long term*, Bruegel, 5, aprile 2015, p. 2.

<sup>305</sup> M. Draghi M., *Intervento in occasione della cena di gala organizzata da EUROFI*, 11 settembre 2014.

<sup>306</sup> Schoenmaker D., *European insurance union and how to get there*, Bruegel, 4, dicembre 2016, p. 3.

<sup>307</sup> Come termine di paragone, per esempio, nel 2013 le banche europee detenevano circa 42,5 trilioni di euro di *asset* che rappresentavano circa il 274% del GDP dell'Unione europea, o circa il 334% del GDP includendo le succursali residenti nell'Unione. Per dettagli, European Banking Federation, *Facts & Figures 2014*, dicembre 2014. Invece nel 2014 gli *assets under management* ammontavano a circa 19 trilioni di euro e rappresentavano circa il 124% del GDP

### 3.2. Alcune misure per l'unione dei mercati dei capitali

L'eccessiva dipendenza dai prestiti bancari quali fonti di finanziamento specialmente per le piccole-medie imprese è dovuta per lo più dalla scarsa disponibilità di fonti alternative di finanziamento.

L'unione dei mercati dei capitali ha l'obiettivo principale di superare tale eccessiva dipendenza e di rendere i flussi finanziari più efficienti e funzionali nell'ambito dell'Unione europea.

Per il settore assicurativo, l'intervento potrebbe comportare una maggiore diversificazione dei portafogli di investimento che, come meglio rappresentato nelle trattazioni che precedono, sono prevalentemente investiti in titoli *fixed income*<sup>308</sup>. Il Regolatore opera quindi con il fine di incentivare le imprese di assicurazione a indirizzare i propri ingenti investimenti verso lo sviluppo di misure e progetti diversi rispetto alle attività tradizionali, a disposizione di altri soggetti operanti sul mercato, quali le piccole-medie imprese.

#### 3.2.1. Gli investimenti in infrastrutture

Questo è il caso specifico degli investimenti in infrastrutture. Il Regolatore è intervenuto introducendo nell'ambito del Regolamento Delegato (UE) 2015/35 una nuova disciplina sul trattamento degli investimenti infrastrutturali, sulla base del parere tecnico formulato da EIOPA<sup>309</sup>, che riguarda la creazione di una specifica *asset class* e la riduzione del requisito di capitale per tale tipologia di investimenti<sup>310</sup>.

---

europeo. Per dettagli, European Fund and Asset Management Association, *Asset Management in Europe - 8th Annual Review*, aprile 2015.

<sup>308</sup> Si veda la Sezione I del Capitolo III.

<sup>309</sup> Il 29 settembre 2015 EIOPA ha pubblicato il parere tecnico alla Commissione europea in materia di identificazione e calibrazione degli investimenti in infrastrutture nell'ambito di *Solvency II*. In particolare, l'Autorità ha suggerito, tra l'altro, la creazione di un'*asset class* separata per gli investimenti in infrastrutture nell'ambito della formula standard. Si veda anche EIOPA, *Final Report on Consultation Paper no. 15/004 on the Call for Advice from the European Commission on the identification and calibration of infrastructure investment risk categories*, EIOPA-BoS-15-223.

<sup>310</sup> Sono previsti vari tipi di investimenti in infrastrutture (acquisto obbligazioni societarie, azioni, fondi infrastrutturali) che possono essere in imprese quotate (azioni o obbligazioni, per esempio, di imprese di energia) e non quotate (*project bond*, prestiti di progetto, pubblico e privato partenariati). Inoltre, gli investimenti in infrastrutture possono essere cosiddetti "*brownfield*", ossia meno rischiosi e riferibili a progetti infrastrutturali già esistenti e con flussi di cassa stabili, ovvero "*greenfield*", ossia connessi a nuovi investimenti, spesso in mercati sviluppati. Per maggiori dettagli, si veda Gatzert N. & Kosub T., *Insurer's investment in infrastructure: overview and treatment under Solvency II*, The Geneva Papers on Risk and Insurance, 39, 2014.

Per quanto concerne invece la gestione di un investimento in infrastrutture, uno studio dimostra come nell'area OCSE in media, negli ultimi 25 anni i flussi di cassa delle infrastrutture sono stati crescenti nel tempo, anche durante i periodi di recessione, e che i fattori chiave di rischio e

La nuova tipologia di attivi dovrebbe includere le infrastrutture di elevata qualità nonché l'applicazione di coefficienti patrimoniali ridotti per gli investimenti in progetti infrastrutturali qualificati, a fronte di adeguati requisiti rafforzati di *risk management*.

A riguardo, è stato introdotto nel calcolo del *Solvency Capital Requirement* relativo al rischio di mercato un nuovo sottomodulo concernente gli investimenti infrastrutturali ammissibili. L'intervento riguarda investimenti in un'entità responsabile del progetto infrastrutturale che sono conformi a determinati requisiti, tra cui la capacità dell'entità responsabile ad adempiere alle obbligazioni contratte, i flussi di cassa considerati in ottica prospettica, il *framework* contrattuale che includa adeguate tutele per gli investitori, *etc.*

Le infrastrutture sono investimenti a lungo termine, difficilmente valutabili data la scarsità di dati statistici<sup>311</sup>. Dal punto di vista del *business*, tuttavia, persistono alcuni aspetti cruciali. Per esempio, non vi è un'ampia disponibilità di progetti di investimento adeguati in termini di dimensioni e tempistica di realizzo dell'investimento medesimo. Inoltre, sono investimenti che richiedono conoscenze tecniche specifiche che le imprese di assicurazione devono internalizzare<sup>312</sup>.

Con riferimento agli impatti sui portafogli di investimento, vi sono studi che dimostrano che la volatilità dei flussi di cassa degli investimenti in infrastrutture è sostanzialmente inferiore a quella derivante da investimenti in azioni o *real estate*<sup>313</sup>. Inoltre, le imprese di assicurazione possono cogliere opportunità di diversificazione della composizione del portafoglio di investimento, ad esempio, derivanti da un basso grado di correlazione tra gli investimenti infrastrutturali e quelli in *equity* o *commodities*<sup>314</sup> e rendimenti sostanzialmente paragonabili a quelli derivanti dagli stessi investimenti in *equity* o *fixed income*<sup>315</sup>.

---

rendimento del progetto infrastrutturale comprendono il settore di riferimento, la posizione geografica e la fase di sviluppo (o di maturità) dello stesso. Per dettagli, si veda Milliam & JP Morgan, *Infrastructure investment for insurance companies under Solvency II*, settembre 2013.

<sup>311</sup> EIOPA, *Technical report on standard formula design and calibration for certain long-term investments*, EIOPA/13/513, p. 146.

<sup>312</sup> EIOPA, *Technical report on standard formula design and calibration for certain long-term investments*, EIOPA/13/513, p. 148.

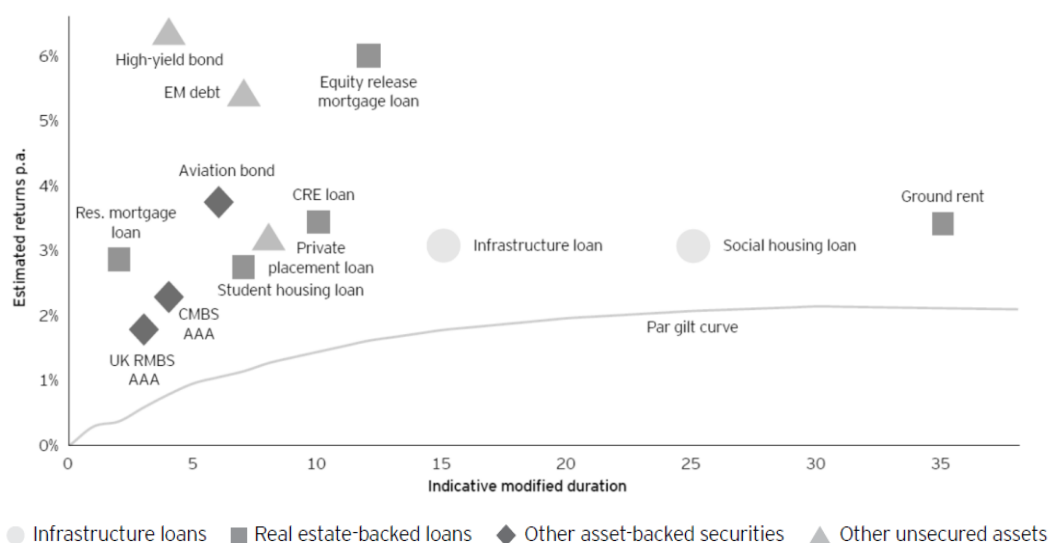
<sup>313</sup> J.P. Morgan, *Infrastructure investing: key benefits and risks*, 2009.

<sup>314</sup> Gatzert N. & Kosub T., *Insurer's investment in infrastructure: overview and treatment under Solvency II*, The Geneva Papers on Risk and Insurance, 39, 2014.

<sup>315</sup> Con riguardo agli investimenti cosiddetti "*brownfield*", uno studio empirico ha dimostrato che il profilo di rischio-rendimento di tale tipologia di investimenti può essere considerato intermedio tra il profilo di investimenti *fixed income* e quello di investimenti in titoli azionari. Invece, gli investimenti cosiddetti "*greenfield*" presentano variazioni del profilo di rischio-rendimento maggiori di quelle in investimenti azionari classici. Per maggiori dettagli, Credit Suisse, *Can Infrastructure Investing Enhance Portfolio Efficiency?*, maggio 2010, p. 2.

Il Regolatore quindi ha indirizzato le imprese di assicurazione verso investimenti infrastrutturali prevedendo appositi requisiti di capitale per questa tipologia di investimento, che, nell'ambito delle precedenti disposizioni normative, era compresa nel rischio di mercato in quanto *equity* o *bond*. Le imprese di assicurazione possono inoltre valutare tale rischio tramite propri modelli interni che meglio considerano e misurano le caratteristiche e quindi il livello di rischio degli stessi<sup>316</sup>.

Figura 3.20. Gli investimenti in infrastrutture confrontati con altri investimenti illiquidi.



Note: i dati si riferiscono al 31 dicembre 2014.

Fonte: Ernst & Young, *Infrastructure investments*, 2015, p. 8.

Inoltre, tale tipologia di investimento può essere paragonata ad altri *asset* cosiddetti illiquidi come le infrastrutture, così come ad investimenti più tradizionali, in termini di rendimenti e *duration*. Un recente studio, di cui si riporta una rappresentazione grafica (Figura 3.10), mostra che gli investimenti in infrastrutture, oltre a incrementare il livello di diversificazione del portafoglio di investimento di un'impresa di assicurazione, consentono di realizzare rendimenti simili a quelli connessi ai cosiddetti prestiti illiquidi e di allineare la *duration* di attivi e passivi in presenza di particolari *liabilities*, come quelle delle imprese di assicurazione<sup>317</sup>.

<sup>316</sup> Gatzert N. & Kosub T., *Insurer's investment in infrastructure: overview and treatment under Solvency II*, The Geneva Papers on Risk and Insurance, 39, 2014.

<sup>317</sup> Ernst & Young, *Infrastructure investments*, 2015, p. 8.

### 3.2.2. La cartolarizzazione nel settore assicurativo

L'incentivo alla cartolarizzazione è uno degli obiettivi dell'unione dei mercati dei capitali in quanto stimolo per una migliore canalizzazione e un più efficiente flusso di capitali sui mercati da parte di investitori istituzionali, quali le imprese di assicurazione.

Lo strumento della cartolarizzazione è utilizzato principalmente dalle banche per trasferire il rischio derivante da alcuni *assets* sul mercato dei capitali. Le imprese di assicurazione, invece, come visto nella trattazione che precede, hanno la necessità di trasferire il rischio derivante dalle *liabilities* minimizzando i rischi assicurati. Uno degli strumenti a disposizione delle imprese di assicurazione è la riassicurazione, ossia la cessione di parte o della totalità dei premi e quindi delle obbligazioni assunte nei confronti degli assicurati a un'altra impresa di assicurazione<sup>318</sup>, a fronte del pagamento di un premio di riassicurazione. In particolare, la riassicurazione è uno strumento che consente di ottenere un portafoglio di rischi equilibrato, in relazione principalmente a un corretto *risk management* e a un effettivo controllo della *capital allocation*. La mitigazione dei rischi e la stabilizzazione dei portafogli realizzano infatti, attraverso la riassicurazione, l'effettivo trasferimento del rischio assicurativo producendo effetti sul *Solvency Capital Requirement*, sulle attività a copertura delle riserve tecniche e più in generale sull'equilibrio tecnico-patrimoniale dei portafogli.

Anche le imprese di assicurazione hanno iniziato a operare lo strumento della cartolarizzazione al fine di trasferire i rischi assicurativi sul mercato dei capitali<sup>319</sup>. Questo strumento consente alle imprese di assicurazione di accedere al mercato dei capitali fornendo una soluzione alternativa rispetto alla riassicurazione. Il mercato delle cartolarizzazioni assicurative è ancora in divenire e sono tuttora complementari alle riassicurazioni.

Le cartolarizzazioni assicurative, o *insurance linked securities*, sono strumenti finanziari che non solo trasferiscono il rischio assicurativo dall'impresa di assicurazione al mercato, ma sfruttano meccanismi finanziari evoluti al fine di trasferire il rischio verso soggetti meno avversi al medesimo, ossia gli investitori istituzionali. Tra le cartolarizzazioni assicurative, quelle maggiormente diffuse sono i cosiddetti *catastrophe bond* (o *cat bond*), emessi da una società veicolo all'uopo costituita dall'impresa di assicurazione – che cede a quest'ultima determinati rischi assicurati pagando un premio di riassicurazione – e venduti a

---

<sup>318</sup> La struttura cosiddetta a collo di bottiglia del mercato assicurativo e riassicurativo, in cui operano molte più imprese di assicurazione che imprese di riassicurazione comporta un mercato, quest'ultimo, poco competitivo in termini di premi al rischio. Per dettagli, AZ Fund Management SA, *Investire nelle Insurance Linked Securities: una nuova asset class*, novembre 2011.

<sup>319</sup> De Mey J., *Insurance and the capital markets*, The Geneve Papers, 32, 2007, p. 37.



investitori istituzionali che li assumono in cambio di un rendimento decorrelato all'andamento dei mercati finanziari<sup>320</sup>. I rischi coperti da questa tipologia di meccanismo sono i rischi naturali (*i.e.* terremoti, uragani, tempeste, alluvioni, incendi, pandemie, *etc.*), ossia quei rischi cosiddetti catastrofali che si verificano con una bassa frequenza ma con una elevata intensità (di copertura).

Il denaro raccolto dalla società veicolo per l'emissione dei *bond* costituisce patrimonio separato che viene depositato presso una banca. Il patrimonio separato vincola la restituzione a favore dell'investitore istituzionale, a scadenza, se non si verifica l'evento catastrofale, ovvero a favore dell'impresa di assicurazione, se si verifica l'evento catastrofale che erode il valore del *bond*<sup>321</sup>.

I primi *cat bond* venivano introdotti nell'anno 1995 negli Stati Uniti a fronte di un eccessivo aumento del costo della riassicurazione. Le ingenti perdite subite dalle imprese di assicurazione per l'uragano Andrew nell'anno 1992 e per il terremoto di Northridge nell'anno 1994 spingevano queste ultime a investire in metodi alternativi di trasferimento del rischio assicurativo, specialmente in presenza di quei rischi di norma poco frequenti, come quelli legati al verificarsi di un uragano, ma che causavano perdite finanziarie e materiali non trascurabili<sup>322</sup>.

Quindi si iniziavano a sviluppare, anche se in maniera controllata, le cartolarizzazioni assicurative, come i *cat bond*. Pioniere nel mercato delle cartolarizzazioni assicurative sono stati il gruppo AXA, che faceva emettere circa 200 milioni di euro di *bond* a copertura del rischio di deterioramento nelle perdite nel mercato *motor* francese, e il gruppo Swiss Re che con un'emissione di circa 252 milioni di euro trasferiva al mercato dei capitali potenziali perdite inaspettate derivanti dalla riassicurazione di crediti commerciali<sup>323</sup>.

Oltre nel *business* non vita, importanti sviluppi sono attesi anche nel *business* vita considerando, in particolare, il rischio di longevità, che sta diventando una delle principali sfide delle imprese di assicurazione vita e dei fondi pensionistici. Il tema rilevante in questo specifico caso è l'aumento dell'aspettativa di vita in termini di periodo di vita non attiva, ossia non lavorativa dopo il pensionamento. Uno degli obiettivi del nuovo regime di vigilanza prudenziale *Solvency II* è quello di rendere le imprese di assicurazione e di riassicurazione più stabili e solvibili anche tramite l'implementazione di strumenti di *risk management* volti alla

---

<sup>320</sup> Il rendimento si intende decorrelato in ragione del fatto che le fluttuazioni dei mercati e dei relativi valori (azionari, obbligazionari, di valuta) non influenzano gli eventi naturali, e che l'evento naturale, essendo indipendente di norma dal comportamento dell'uomo, non condiziona il verificarsi di altri eventi rischiosi. Per dettagli, AZ Fund Management SA, *Investire nelle Insurance Linked Securities: una nuova asset class*, novembre 2011, p. 11 e 12.

<sup>321</sup> Per dettagli, AZ Fund Management SA, *Investire nelle Insurance Linked Securities: una nuova asset class*, novembre 2011.

<sup>322</sup> De Mey J., *Insurance and the capital markets*, The Geneve Papers, 32, 2007, p. 37.

<sup>323</sup> De Mey J., *Insurance and the capital markets*, The Geneve Papers, 32, 2007, p. 38.

mitigazione dei rischi derivanti dal mercato e dai rendimenti degli *asset*. Mentre, il rischio di un'eccessiva aspettativa di vita potrebbe essere gestito nell'ambito dei meccanismi di trasferimento dei rischi ai mercati dei capitali.

Per il *business* vita, nell'anno 2004 veniva introdotto dall'European Investment Bank, insieme a BNP Paribas, un *longevity bond* che garantiva rendimenti superati i 25 anni di durata. Tali rendimenti dipendevano da un indice che a sua volta rappresentava il numero di uomini in Inghilterra e in Galles, che avevano 65 anni al momento dell'emissione del *bond* e che erano in vita a ciascun pagamento di cedola<sup>324</sup>.

Un altro esempio nel mercato vita è l'emissione da parte del gruppo Swiss Re di un *longevity bond* nell'anno 2003 i cui investitori, in cambio di determinati rendimenti, si assumevano, tramite i cosiddetti *cat bond*, il rischio catastrofale di un'epidemia simile a quella dell'anno 1918 in Spagna<sup>325</sup>.

Quindi, in presenza del rischio di longevità, le imprese di assicurazione devono operare al fine di compensare l'impatto dell'attenuazione del rischio di mortalità, dato principalmente dalle migliori condizioni economiche e nutrizionali della società contemporanea, tramite il ricorso al mercato dei capitali<sup>326</sup>.

Questa tipologia di investimento potrebbe condurre allo sviluppo di un mercato più dinamico per il trasferimento del credito alle piccole-medie imprese

La cartolarizzazione, tuttavia, seppur rientrante nell'ambito delle azioni di impulso dell'unione dei mercati dei capitali, per svilupparsi, necessita di un mercato finanziario più liquido dotato, in particolare, di maggiori presidi e procedure specialmente in termini di accordi contrattuali e trasparenza<sup>327</sup>.

### **3.2.3. Gli investimenti *cross border***

Uno degli obiettivi intrinseci dell'unione dei mercati dei capitali è quello di rafforzare la distribuzione *cross border* dei capitali al fine di ampliare le

---

<sup>324</sup> De Mey J., *Insurance and the capital markets*, The Geneva Papers, 32, 2007, p. 39.

<sup>325</sup> De Mey J., *Insurance and the capital markets*, The Geneva Papers, 32, 2007, p. 39.

<sup>326</sup> In uno studio condotto sulle imprese di assicurazione vita tedesche è tuttavia emerso che il rischio di longevità non ha ancora un ruolo predominante in termini di effetti sulla solvibilità delle imprese oggetto del campione analizzato, in ragione del fatto che la varietà dei prodotti commercializzati e la determinazione di regole prudenziali di *pricing* forniscono sufficienti margini di manovra per la gestione del rischio di longevità. Inoltre, la natura di lungo termine del *business* tradizionale vita e i miglioramenti costanti registrati in termini di tasso di mortalità rappresentano un'opportunità per le imprese di assicurazione di livellare i rischi e i profitti nel tempo, fornendo maggiore tempo alle stesse imprese di intraprendere misure di mitigazione. Per dettagli, si veda Berdin E., *Interest rate risk, longevity risk and the solvency of life insurers*, ICIR Working paper series n. 23/2016, House of Finance, Goethe University, settembre 2016, p. 33.

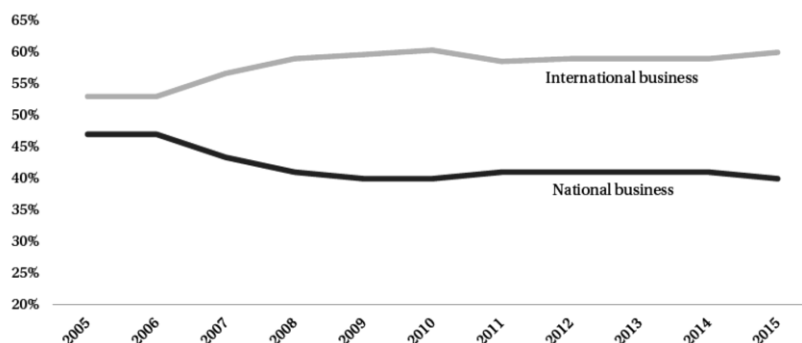
<sup>327</sup> *Group of thirty report on reinsurance and the international financial markets*, The Geneva Association, febbraio 2006, p. 3.

opportunità di investimento sia per gli investitori sia per le imprese, specialmente per le piccole-medie imprese.

Nel corso degli ultimi anni sono intervenute novità normative, tra cui la Direttiva 2009/65/CE (*Undertakings for Collective Investment in Trasferable Securities*, UCITS) concernente le regole in materia di organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e la Direttiva 2011/61/UE (*Alternative Investment Fund Managers*, AIFMD) in materia di gestori di fondi alternativi, al fine di favorire la distribuzione transfrontaliera e una maggiore integrazione dei mercati. A livello *cross border* il Regolatore auspica il proseguimento di tali finalità anche in relazione alle attività di armonizzazione delle normative concernenti, tra cui, il regime fiscale e quello di insolvenza<sup>328</sup>.

Con riferimento al *business* transfrontaliero, le imprese di assicurazione europee stimolano l'operatività *cross border* tramite la vendita dei propri prodotti assicurativi non solo sul territorio nazionale. In particolare, le imprese di assicurazione possono operare sul mercato nazionale e su quello internazionale tramite la costituzione di succursali in regime di stabilimento o in libera prestazione di servizi, che sono sottoposte al regime di vigilanza cosiddetto *home-country control*.

Figura 3.21. Ripartizione geografica dei premi assicurativi lordi.



Note: i premi assicurativi lordi riguardano i primi 25 gruppi assicurativi europei. L'International business comprende i premi lordi guadagnati a livello europeo e internazionale. Il National business comprende i premi lordi guadagnati a livello domestico.

Fonte: Schoenmaker D., *European insurance union and how to get there*, Bruegel, 4, dicembre 2016, p. 1.

L'attività assicurativa svolta a livello *cross border* è incrementata gradualmente, anche durante il periodo della crisi globale finanziaria, a differenza, invece,

<sup>328</sup> Per quest'ultimo si rimanda alla trattazione che segue relativa al sistema di risanamento e risoluzione.

dell'attività *cross border* del settore bancario. Nell'anno 2012, circa il 46% del *business* delle imprese assicurative era svolto nell'ambito del perimetro domestico, mentre circa il 54% era svolto a livello internazionale<sup>329</sup>.

La propensione a svolgere attività *cross border* emerge anche dai dati relativi ai premi lordi raccolti. I principali gruppi assicurativi europei producono guadagni in termini di premi lordi per circa il 41% dal *business* condotto a livello nazionale e per circa il 59% dal *business* condotto a livello internazionale (Figura 3.21)<sup>330</sup>.

Inoltre, i gruppi assicurativi di maggiori dimensioni detengono una maggiore percentuale di investimenti *cross border* rispetto a gruppi di dimensioni inferiori<sup>331</sup>.

L'incentivo all'unione dei mercati finanziari è quindi rivolto anche nei confronti delle imprese di assicurazione o dei gruppi che detengono ingenti volumi di capitali all'interno dei confini "domestici". Operazioni di fusione o concentrazione potrebbero favorire la creazione di gruppi o di imprese operanti principalmente a livello transfrontaliero e l'integrazione di diverse realtà locali e regionali.

### **3.2.4. La creazione di un sistema di risanamento e risoluzione**

Un sistema di risanamento e risoluzione, o di insolvenza, è parzialmente presente a livello europeo. La Direttiva 2001/17/CE, emanata dal Parlamento europeo e dal Consiglio in 19 marzo 2001, ha introdotto disposizioni in materia di risanamento e liquidazione delle imprese di assicurazione. Un medesimo intervento è stato svolto anche per il settore bancario con l'emanazione della Direttiva 2001/24/CE del 4 aprile 2001. Queste ultime Direttive disciplinano principalmente la giurisdizione competente per le procedure di risanamento o liquidazione, il riconoscimento delle decisioni giudiziarie a livello europeo, gli adempimenti finalizzati a informare lo Stato membro ospitante e i terzi, nonché alcuni specifici requisiti su determinate operazioni.

La regolamentazione su un sistema di insolvenza e su pratiche di ristrutturazione del debito può essere considerata per le imprese che operano sul mercato

---

<sup>329</sup> Schoenmaker D., *European insurance union and how to get there*, Bruegel, 4, dicembre 2016, p. 2.

<sup>330</sup> Schoenmaker D., *European insurance union and how to get there*, Bruegel, 4, dicembre 2016, p. 3.

<sup>331</sup> Ad esempio, il gruppo assicurativo AXA, che è il più grande gruppo assicurativo in termini di *investment portfolio*, detiene circa il 21% degli investimenti "domestici" in *government bond*, *listed equity* e *real estate*, congiuntamente considerati; la restante parte di tali asset class è investita a livello europeo e internazionale. Un altro esempio è dato dal gruppo assicurativo Generali, terzo ad AXA, che detiene circa il 31% dell'*asset allocation* in investimenti "domestici". Per dettagli si vedano i *report* di detti gruppi relativi ai risultati del primo semestre 2016 e Schoenmaker D., *European insurance union and how to get there*, Bruegel, 4, dicembre 2016, p. 3.

finanziario un fattore determinante di investimento *corporate*<sup>332</sup>, in assenza della quale (o in presenza di una regolamentazione frammentaria e parziale) gli investitori e i creditori potrebbero non ricevere adeguate tutele nel caso l'impresa interessata risultasse insolvente. Questo in quanto le procedure di insolvenza non consentono di massimizzare le prospettive di recupero degli *assets* investiti<sup>333</sup>.

In questo senso, la presenza di un efficace *insolvency framework* – sia in prospettiva verticale, in relazione alle normative nazionali in materia di insolvenza, sia in prospettiva orizzontale, in relazione a una normativa omogenea a livello transfrontaliero – consente una migliore riallocazione dei capitali e una maggiore crescita<sup>334</sup>.

Nel settore bancario, il Regolatore ha recentemente definito disposizioni comuni e armonizzate in materia di *recovery* e *resolution* con l'emanazione della Direttiva 2015/59/UE (la cosiddetta BRRD) in cui *inter alia* sono previsti meccanismi di *bail-in* nonché di priorità di crediti e classi di creditori<sup>335</sup>. L'ambito di applicazione della citata Direttiva, di cui all'articolo 1 della medesima, non include il settore assicurativo che quindi necessita di un intervento *ad hoc* in questa direzione.

L'obiettivo è quello di ridurre l'imprevedibilità delle procedure per operazioni transfrontaliere, tramite misure correttive standardizzate oppure regole armonizzate per la disciplina della responsabilità dei *manager*<sup>336</sup>.

A riguardo, l'EIOPA ha recentemente pubblicato un *discussion paper* sull'armonizzazione del *recovery* e *resolution framework* per le imprese di assicurazione a livello europeo, in ragione del fatto che l'attuale *framework*, particolarmente frammentato a livello nazionale, può rappresentare una barriera all'effettiva risoluzione delle imprese medesime, in particolar modo per i gruppi *cross border*<sup>337</sup>.

---

<sup>332</sup> Si veda, ad esempio, Davydenko S. A. & Franks J. R., *Do bankruptcy codes matter? A study of defaults in France, Germany and the U.K.*, The Journal of Finance, 63, 2, 2008; Plantin G., Thesmar D. e Tirole J., *Les enjeux économique du droit des faillites*, Conseil d'Analyse Economique, N. 7, giugno 2013.

<sup>333</sup> N. Véron & Wolff G. B., *Capital Markets Union: A Vision for the Long Term*, Bruegel, 2015, p. 13.

<sup>334</sup> N. Véron & Wolff G. B., *Capital Markets Union: A Vision for the Long Term*, Bruegel, 2015, p. 13.

<sup>335</sup> Spina E. & Bikoula I. G., *Dal bail-out al bail-in. La BRRD e il quadro di prevenzione, gestione e risoluzione delle crisi nell'Unione Bancaria*, Ecra, Roma, 2015.

<sup>336</sup> Valiante D., *Harmonising insolvency laws in the Euro Area: rationale, stock-taking and challenges. What role for the Eurogroup?*, studio per il Parlamento europeo, luglio 2016, p. 30.

<sup>337</sup> EIOPA, *Discussion paper on potential harmonisation of recovery and resolution frameworks for insurers*, EIOPA-CP-16/009. Tra i contributi alla consultazione, quello presentato da Insurance Europe sembra non propendere verso la creazione di un nuovo *framework* di *recovery* e *resolution*, principalmente in ragione del fatto che la normativa *Solvency II*, tramite la definizione di due livelli di requisiti di capitale – ossia il *Solvency Capital Requirement* e il

La definizione di misure di *recovery e resolution* è una priorità anche nell'ambito della gestione del rischio sistemico nel settore assicurativo, prevalentemente legato ai cosiddetti *Global Systemically Important Insurers (G-SIIs)*<sup>338</sup>.

#### 4. Considerazioni conclusive

L'unione dei mercati dei capitali opera principalmente per favorire i flussi finanziari, anche a livello transfrontaliero, e una migliore allocazione del capitale consentendo una più ampia disponibilità di fonti di finanziamento<sup>339</sup>. In questo modo, le imprese operanti sul mercato accedono più facilmente al credito, che come visto, a livello europeo, è prevalentemente legato ai prestiti bancari.

Le azioni descritte nella trattazione che precede possono essere considerate sotto un unico profilo, quella della trasparenza.

---

*Minimum Capital Requirement* – nonché di specifiche misure di *recovery* in caso di non conformità agli stessi (per dettagli, si rimanda al paragrafo 3.1.1.3.3. del Capitolo II) prevede già un sistema di *escalation* nei casi di sofferenza dell'impresa di assicurazione. Inoltre, considerando il basso tasso di fallimenti delle imprese di assicurazione prima dell'entrata in vigore di *Solvency II*, che si ritiene diminuirà ulteriormente con la piena implementazione del nuovo regime di vigilanza prudenziale, non risulta giustificato un intervento regolamentare di tale portata. Ciò nonostante, Insurance Europe ha condiviso la necessità di migliorare il livello di armonizzazione dei regimi di *resolution e recovery* a livello europeo. Per dettagli, si veda Insurance Europe, *Response to EIOPA consultation on potential harmonisation of recovery and resolution frameworks for insurers*, Position paper, ECO-17-018.

<sup>338</sup> International Association of Insurance Supervisors, *Global systemically important insurers: initial assessment methodology*, luglio 2013, p. 13. Inoltre, il Financial Stability Board ha recentemente pubblicato delle linee guida per lo sviluppo di effettivi piani e strategie di risoluzione per le imprese di assicurazione (gruppi) considerate importanti a livello sistemico. Si tratta di linee guida a supporto della determinazione di strategie di risoluzione basate sull'analisi dei *business model* delle imprese di assicurazione, delle criticità delle funzioni delle imprese stesse e su accordi di protezione degli assicurati. Inoltre, tali linee guida identificano elementi che occorre considerare al fine di rendere le strategie di risoluzione fattibili e credibili nell'implementazione, tenendo conto anche di un'effettiva collaborazione *cross border*, informativa dei sistemi e disponibilità delle risorse per assorbire le perdite. Per dettagli, si veda Financial Stability Board, *Developing effective resolution strategies and plans for systemically important insurers*, 6 giugno 2016.

<sup>339</sup> A riguardo, nel comunicato stampa del 14 settembre 2016, *State of the Union 2016: completing the capital markets union – Commission accelerates reform*, il Vicepresidente della Commissione europea Jyrki Katainen, responsabile per l'occupazione, la crescita, gli investimenti e la competitività, ha dichiarato che: "Gli elementi più importanti del piano di investimenti sono il miglioramento del contesto imprenditoriale negli Stati membri e l'eliminazione degli ostacoli agli investimenti. Il completamento dell'Unione dei mercati dei capitali consentirà di abbattere questi ostacoli, permettendoci di stimolare gli investimenti del settore privato nelle infrastrutture e nelle PMI. Abbiamo già adottato misure nel quadro dell'Unione dei mercati dei capitali, ad esempio per rendere più facile e meno costoso per le imprese di assicurazione investire in progetti infrastrutturali a lungo termine. Porteremo avanti i lavori previsti dal nostro piano di azione e contiamo sul sostegno degli Stati membri per attuare le riforme necessarie a livello nazionale".

In particolare, non tutti i beni hanno le stesse caratteristiche. Gli strumenti finanziari, che si traducono in un investimento, possono essere qualificati come cosiddetti *credence good*, in ragione del fatto che la loro prestazione non è facile da osservare ovvero sono strumenti per i quali, anche dopo aver concluso l'investimento, non è possibile individuare in maniera compiuta valori di *benchmark*<sup>340</sup>. In questo senso, l'investitore che detiene *asset* valuta il rischio dell'investimento nel corso di determinati periodi di tempo e, al fine di comprendere l'effettiva bontà di quell'investimento, può solamente avanzare ipotesi sul rischio dello stesso in un arco temporale futuro. Anche a seguito della vendita dell'*asset*, l'investitore non potrà essere sicuro di avere effettuato la migliore scelta in base al proprio profilo di rischio.

Stante l'impossibilità di operare in perfetta simmetria informativa, tenuto conto di un infinito insieme di possibili scenari di mercato, la qualità dell'investimento non è adeguatamente considerata a causa di logiche valutative legate alla cosiddetta selezione avversa. Considerando una valutazione *ex ante* del profilo di rischio di un investimento, l'investitore di norma tenderà ad attribuire il grado di qualità dello strumento in base al prezzo, secondo un'associazione direttamente proporzionale delle variabili prezzo e qualità (*i.e.* prezzo più alto, maggiore qualità) e inversamente proporzionale di queste ultime con la variabile rischio (*i.e.* prezzo più alto, maggiore qualità, minore rischio).

Quindi un prezzo alto è associato a un elevato grado di qualità e comporta bassi rendimenti in quanto viene considerato come poco rischioso. In tale contesto, l'elevato costo del capitale dipende quindi dall'incapacità strutturale dell'investitore a valutare il rischio dell'investimento. Considerando che il costo del capitale diventa una media tra il costo del capitale associato a un investimento più rischioso e il costo del capitale associato a un investimento meno rischioso, il grado di qualità del mercato peggiora dal momento che la qualità superiore, che deriva da un minore rischio, può essere non adeguatamente considerata e, per questo, uscire dal mercato.

George A. Akerlof (1970) definiva tale meccanismo come selezione avversa dovuto dalla presenza di asimmetrie informative, che l'autore stesso aveva argomentato con il famoso esempio del mercato delle auto usate (*market for lemons*)<sup>341</sup>.

---

<sup>340</sup> Dulleck U., Kerschbamer R., e Sutter M., *The economics of credence goods: an experiment on the role of liability, verifiability, reputation, and competition*, American Economic Review, 101, 2011, p. 530.

<sup>341</sup> Akerlof G. A., *The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, 84, 3, 1970, pp. 488-500.

Il fenomeno della selezione avversa è comune non solo nel mercato delle merci, ma anche in quello assicurativo<sup>342</sup> e del credito. Con riferimento a quest'ultimo, si consideri il processo di concessione di un prestito. Il prenditore può non divulgare l'informazione incidente negativamente sul proprio merito creditizio per evitare che il creditore provveda, come mitigazione di un rischio più alto, a un rialzo dei tassi di interesse<sup>343</sup>. Quindi i tassi di interesse tendono a essere troppo alti per i prenditori di alta qualità e troppo bassi per quelli di bassa qualità, innescando inevitabilmente il meccanismo di selezione avversa sopra riportato.

L'asimmetria informativa tra investitori e risparmiatori rappresenta un importante ostacolo all'unione dei mercati dei capitali, portando a scambi *sub-ottimali* in termini di prezzo, qualità, rischio e rendimento dell'investimento.

La trasparenza dei mercati – attuata con una maggiore e più efficace *disclosure* del merito creditizio della società e con un'educazione finanziaria che consenta di operare sul mercato come investitori e risparmiatori consapevoli e razionali – è dunque un elemento imprescindibile della *capital markets union* in quanto condizione fondamentale affinché il costo del capitale sia correttamente associato alla propria qualità

---

<sup>342</sup> Si veda, in particolare, Rothschild M. & Stiglitz J., *Equilibrium in competitive insurance markets: an essay on the economics of imperfect information*, The Quarterly Journal of Economics, 90, 4, 1976, pp. 629-649. Come visto, i contraenti di un prodotto assicurativo hanno differenti profili di rischio; ciò significa, di riflesso, che ci sono differenti probabilità che l'evento coperto dalla prestazione assicurativa accada. L'impresa di assicurazione, a sua volta, non ha di norma strumenti talmente sofisticati da essere in grado di valutare completamente il profilo di rischio di ogni singolo potenziale assicurato. Solo quest'ultimo detiene tutte le informazioni e può decidere quali di queste comunicare all'impresa di assicurazione e quali invece omettere al fine di pagare un premio assicurativo più conveniente. In questo modo, il premio rappresenterà un ammontare medio per la copertura dei rischi che si verificheranno secondo probabilità risultanti dalla media degli assicurati, più e meno rischiosi. Pertanto, gli assicurati meno rischiosi decideranno di uscire dal mercato e non assicurarsi invece di pagare un premio troppo alto in rapporto al proprio profilo di rischio. Di conseguenza, solamente gli assicurati con un elevato profilo di rischio decideranno di assicurarsi e le imprese di assicurazione saranno dunque esposte a maggiori probabilità di dover erogare la prestazione assicurativa.

<sup>343</sup> Si veda, ad esempio, Stiglitz J.E. & Weiss A., *Credit rationing in markets with imperfect information*, The American economic review, 71, 3, 1981, pp. 393-410.



## Bibliografia

Akerlof G. A., *The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, 84, 3, 1970.

AZ Fund Management SA, *Investire nelle Insurance Linked Securities: una nuova asset class*, novembre 2011.

Berdin E., *Interest rate risk, longevity risk and the solvency of life insurers*, ICIR Working paper series n. 23/2016, House of Finance, Goethe University, settembre 2016.

Commissione europea, *Libro verde - Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 63 final, 18 febbraio 2015.

Credit Suisse, *Can Infrastructure Investing Enhance Portfolio Efficiency?*, maggio 2010.

Davydenko S. A. & Franks J. R., *Do bankruptcy codes matter? A study of defaults in France, Germany and the U.K.*, The Journal of Finance, 63, 2, 2008.

De Mey J., *Insurance and the capital markets*, The Geneve Papers, 32, 2007.

Draghi M., *Intervento in occasione della cena di gala organizzata da EUROFI*, 11 settembre 2014.

Dulleck U., Kerschbamer R. e Sutter M., *The economics of credence goods: an experiment on the role of liability, verifiability, reputation, and competition*, American Economic Review, 101, 2011.

EIOPA, *Technical report on standard formula design and calibration for certain long-term investments*, EIOPA/13/513.

EIOPA, *Final Report on Consultation Paper no. 15/004 on the Call for Advice from the European Commission on the identification and calibration of infrastructure investment risk categories*, EIOPA-BoS-15-223.

EIOPA, *Discussion paper on potential harmonisation of recovery and resolution frameworks for insurers*, EIOPA-CP-16/009.

Ernst & Young, *Infrastructure investments*, 2015.

European Banking Federation, *Facts & Figures 2014*, dicembre 2014.

European Fund and Asset Management Association, *Asset Management in Europe - 8th Annual Review*, aprile 2015.

Financial Stability Board, *Developing effective resolution strategies and plans for systemically important insurers*, 6 giugno 2016.

Gatzert N. & Kosub T., *Insurer's investment in infrastructure: overview and treatment under Solvency II*, The Geneva Papers on Risk and Insurance, 39, 2014.

*Group of thirty report on reinsurance and the international financial markets*, The Geneva Association, febbraio 2006.

Insurance Europe, *Response to EIOPA consultation on potential harmonisation of recovery and resolution frameworks for insurers*, Position paper, ECO-17-018.

International Association of Insurance Supervisors, *Global systemically important insurers: initial assessment methodology*, luglio 2013.

Milliam e JP Morgan, *Infrastructure investment for insurance companies under Solvency II*, settembre 2013.

J.P. Morgan, *Infrastructure investing: key benefits and risks*, 2009.

Plantin G., Thesmar D. e Tirole J., *Les enjeux économique du droit des faillites*, Conseil d'Analyse Economique, N. 7, giugno 2013.

Rothschild M. & Stiglitz J., *Equilibrium in competitive insurance markets: an essay on the economics of imperfect information*, The Quarterly Journal of Economics, 90, 4, 1976.

Schoenmaker D., *European insurance union and how to get there*, Bruegel, 4, dicembre 2016.

Spina E. & Bikoula I. G., *Dal bail-out al bail-in. La BRRD e il quadro di prevenzione, gestione e risoluzione delle crisi nell'Unione Bancaria*, Ecra, Roma, 2015.

Stiglitz J.E. & Weiss A., *Credit rationing in markets with imperfect information*, The American economic review, 71, 3, 1981.

Valiante D., *Europe's Untapped Capital Market – Rethinking financial integration after crisis*, Centre for European Policies Studies, 2016.

Valiante D., *Harmonising insolvency laws in the Euro Area: rationale, stock-taking and challenges. What role for the Eurogroup?*, studio per il Parlamento europeo, luglio 2016.

Véron N. & Wolff G. B., *Capital markets union: a vision for the long term*, Bruegel, 5, aprile 2015.

## Bibliografia complessiva

### A

Acharya V. & Richardson M., *Is the insurance industry systemically risky?*, in Biggs J. H. & Richardson M. P, *Modernizing Insurance Regulation*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ, USA, 2014.

Akerlof G. A., *The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, 84, 3, 1970.

*Annuali universali di statistica, economia pubblica, storia, viaggi e commercio*, Società degli editori degli annuali universali delle scienze e dell'industria, Milano, 1832.

Antoniou A., Guney Y. e Paudyal K., *The determinants of corporate debt maturity structure*, Centre for Empirical Research in Finance, Department of Economics and Finance, University of Durham, version 1.4, 2002.

Arena M., *Does insurance market activity promote economic growth? A cross-country study for industrialized and developing countries*, World Bank Policy Research Working Paper 4098, dicembre 2006.

Association of British insurers (ABI); *Statistics Life Insurers*, 2016.

Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici (ANIA), *Infobila*, 2016.

Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), *Statistics*, 2016.

AZ Fund Management SA, *Investire nelle Insurance Linked Securities: una nuova asset class*, novembre 2011.

### B

Bailey A. H., *On the principles on which funds of life assurance societies should be invested*, *Journal of the Institute of Actuaries*, 10, 3, 1862.

Ballentine B., Beattie D., Eiji K., Kashiwakura D., Perez Martinez L., Mirenzi F., Montano J., Serra B., Strauss N. e Yau E., *Low interest rates are credit negative for insurers globally, but risks vary by Country*, Moody's Investors Service, 26 marzo 2015.

Bank of England, *Procyclicality and structural trends in investment allocation by insurance companies and pension funds: a discussion paper*, Bank of England and the Procyclicality Working Group, luglio 2014.

Baranoff E., *Financial stability in insurance - a built-in resilience mechanism*, The Geneva Association, Insurance and Finance Newsletter, N. 9, febbraio 2012.

Barca F., *Storia del capitalismo italiano*, Donzelli Editore, Roma, 2010.

Battocchi M., *La crisi dello Stato sociale in Germania*, il Mulino, Vol. II, 2000.

Baum A. E. & Crosby N., *Property investment appraisal*, Blackwell Publishing, Oxford, 2014.

Beber M.M., *Società internazionale*, Editoriale Jaca Book, Milano, 1997.

Bellero A., *Assicurazioni contro i danni – iv. Assicurazione privata infortuni e v. Assicurazione malattie*, Digesto, 4a edizione, Sezione I, Torino, 1987.

Berdin E. & Gründl H., *The effects of a low interest rate environment on life insurers*, ICIR Working paper series n. 15/14, House of Finance, Goethe University, gennaio 2015.

Berdin E., *Interest rate risk, longevity risk and the solvency of life insurers*, ICIR Working paper series n. 23/2016, House of Finance, Goethe University, settembre 2016.

Berdin E., Pancaro C. e Kok C., *A stochastic forward-looking model to assess the profitability and solvency of european insurers*, SAFE Working paper n. 137, House of Finance, Goethe University, novembre 2016.

Berdin E. & Sottocornola M., *Insurance activities and systemic risk*, SAFE Working paper n. 121, House of Finance, Goethe University, dicembre 2015.

Bijlsma M. & Vermeulen R., *Insurance companies' trading behaviour during the European sovereign debt crisis: flight home or flight to quality?*, De Nederlandsche Bank, DNB Working paper, marzo 2015.

Billio M., Getmansky M., Andrew W. L., Pelizzon L., *Econometric measures of connectedness and systemic risk in the finance and insurance sectors*, Journal of Financial Economic, 104, 3, 2012.

Black J. & Hirsch J., *Negative rates for the people arrive as German Bank gives in*, Bloomberg, 11 agosto 2016.

Blake D., *Portfolio choice models of pension funds and life assurance companies: similarities and differences*, The Geneva Papers on Risk and Insurance, 24, 3, 1999.

Bonomelli M., *Quaderni di sicurtà. Documenti di storia delle assicurazioni. La biblioteca Mansutti*, Antea, Milano, 1996.

Borio C., *Change and constancy in the financial system: implications for financial distress and policy*, Bank for International Settlements, Working paper, ottobre 2007.

Borio C., *Implementing a macroprudential framework: blending boldness and realism*, Bank for International Settlements, luglio 2010.

Borzaga C. & Fazzi L., *Manuale di politica sociale*, FrancoAngeli, Milano, 2005.

Bruno V., *Per affari e per amore: gli italiani e le assicurazioni dal Risorgimento a oggi*, Rizzoli, Milano, 2011.

## C

Caizzi B., *Assicurazione ed economia nell'età moderna*, Giuffrè, Milano, 1975.

Caizzi B., *L'assicurazione in Italia fino all'Unità*, Giuffrè, Milano, 1975.

Cassazione Civile, Sez. III, n. 6061, 18 aprile 2012.

CEIOPS, *QIS1 – Summary report*, CEIOPS-FS-01/06.

CEIOPS, *QIS2 – Summary Report*, CEIOPS-SEC-71/06S.

CEIOPS, *Report on its third Quantitative Impact Study (QIS3) for Solvency II*, CEIOPS-DOC-19/07.

CEIOPS, *Report on its fourth Quantitative Impact Study (QIS4) for Solvency II*, CEIOPS-SEC-82/08.

CEIOPS, *Advice for level 2 implementing measures on Solvency II: technical provisions – article 86 f. Standards for data quality*, CEIOPS-DOC-37/09.

Christophersen C. & Zschiesche J., *Macroprudential objectives and instruments for insurance - An initial discussion*, EIOPA Financial Stability Report, EIOPA-FSC-15-67.

Cinelli M., *Diritto della previdenza sociale*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2015.

Circolare di Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013 “Disposizioni di vigilanza per le banche”.

Claessens S., Herring R. J., Schoenmaker D. and Summe K. A., *A safer world financial system: improving the resolution of systemic institutions*, International Center for Monetary and Banking Studies and Centre International

d'Etudes Monetaires et Bancaires, Geneva Reports on the World Economy 12, 2010.

Cœuré B., *Assessing the implications of negative interest rates*, discorso tenuto al Yale Financial Crisis Forum, Yale School of Management, New Haven, 28 luglio 2016.

Comité Européen des Assurances, *Insurance: a unique sector. Why insurers differ from banks*, giugno 2010

Commissione europea, MARKT/2535/02, 2002.

Commissione europea, *Solvency II Overview – Frequently asked questions*, 12 gennaio 2015.

Commissione europea, *Libro verde - Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 63 final, 18 febbraio 2015.

Commissione europea, *Special Eurobarometer 446: Financial Products and Services*, luglio 2016.

Corvese C.G., *La nuova disciplina dell'assicurazione vita e danni*”, Diritto della banca e del mercato finanziario, 2, 1996.

Cottino G., *L'assicurazione tra passato e presente*, contenuto nell'elaborato di Cagnasso O., Cottino G. e Irrera M., *L'assicurazione: l'impresa e il contratto*, Trattato di diritto commerciale, Vol. X, Padova, 2001.

Credit Suisse, *Can Infrastructure Investing Enhance Portfolio Efficiency?*, maggio 2010.

CROFI, *Il processo di definizione e gestione del risk appetite nelle assicurazioni italiane*, 2008.

Crouch C., *Model of capitalism*, New Political Economy, 1, 4, 2005.

## D

D'Acunto R. *et al.*, *Solvency II rewrites the rules for insurers*, Bain & Company, 2011.

Davis E. P., *Financial market activity of life insurance companies and pension funds*, Economic Paper N. 21, Bank for International Settlements, 1988.

Davis E. P., *Portfolio regulation of life insurance companies and pension funds*, Brunel University, West London, 2000.

Davydenko S. A. & Franks J. R., *Do bankruptcy codes matter? A study of defaults in France, Germany and the U.K.*, The Journal of Finance, 63, 2, 2008.

De Mey J., *Insurance and the capital markets*, The Geneve Papers, 32, 2007.

De Rosa L., *Storia delle casse di risparmio e della loro Associazione 1822-1950*, Editori Laterza, Bari, 2003.

De Simone E., *Breve storia delle assicurazioni*, FancoAngeli, Milano, 2011.

Decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124, concernente la disciplina delle forme pensionistiche complementari.

Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo Unico della Finanza (TUF)

Decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 - Codice delle Assicurazioni Private (CAP)

Decreto-legge Luogotenenziale 21 aprile 1919, n. 603, concernente l'assicurazione obbligatoria contro la invalidità e la vecchiaia per le persone di ambo i sessi che prestano l'opera loro alle dipendenze di altri.

Desiata A., *Le nuove strategie dell'assicurazione e la bancassurance*, Bancaria, 50, 5, 1994.

Deutsche Bundesbank, *Statistics*, 2015.

Dew-Becker I., *Investment and the cost of capital in the cross-section: the term spread predicts the duration of investment*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2012.

DG ECFIN, *Impact assessment: possible macroeconomic and financial effects of Solvency II*, marzo 2007.

Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (Solvibilità II).

Direttiva 2014/51/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, che modifica le direttive 2003/71/CE e 2009/138/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 1094/2010 e (UE) n. 1095/2010 per quanto riguarda i poteri dell'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali) e dell'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati).

Dowd K., *Too big to fail? Long-term capital management and the Federal Reserve*, Cato Institute, Briefing Paper N. 52, settembre 1999.

Draghi M., *Intervento in occasione della cena di gala organizzata da EUROFI*, 11 settembre 2014.

Dulleck U., Kerschbamer R. e Sutter M., *The economics of credence goods: an experiment on the role of liability, verifiability, reputation, and competition*, American Economic Review, 101, 2011.

## E

EIOPA, *Introduction*, Press Briefing, Frankfurt, 10 gennaio 2011.

EIOPA, *Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS5) for Solvency II*, EIOPA-TFQIS5-11/001.

EIOPA, *Guidelines sulla procedura preliminare dei modelli interni*, EIOPA-CP- 13/011.

EIOPA, *Technical report on standard formula design and calibration for certain long-term investments*, EIOPA/13/513.

EIOPA, *Financial Stability Report*, EIOPA-FS-14-044.

EIOPA, *Low interest rate environment stock taking exercise 2014*, EIOPA-BoS-14/103.

EIOPA, *Guidelines sul sistema di governance*, EIOPA-BoS-14/253.

EIOPA, *Guidelines sulla valutazione delle riserve tecniche*, EIOPA-BoS-14/166.

EIOPA, *Guidelines sui fondi propri accessori*, EIOPA-BoS-14/167.

EIOPA, *Guidelines sulla classificazione dei fondi propri*, EIOPA-BoS-14/168.

EIOPA, *Guidelines sui parametri specifici dell'impresa*, EIOPA-BoS-14/178.

EIOPA, *Guidelines sull'uso dei modelli interni*, EIOPA-BoS-14/180.

EIOPA, *Guidelines sulla solvibilità di gruppo*, EIOPA-BoS-14/181.

EIOPA, *Guidelines sul sistema di governance*, EIOPA-BoS-14/253.

EIOPA, *Guidelines sulla valutazione interna del rischio e della solvibilità*, EIOPA-BoS-14/259.

EIOPA, *The underlying assumptions in the standard formula for the Solvency Capital Requirement calculation*, EIOPA-14-322.

EIOPA, *Insurance stress test 2014*, EIOPA-BOS-14-203.

EIOPA, *Guidelines in materia di estensione del periodo di risanamento in situazioni eccezionalmente avverse*, EIOPA-BoS-15/108.



EIOPA; *Guidelines in materia di informazioni da fornire alle autorità di vigilanza e di informativa al pubblico*, EIOPA-BoS-15/109.

EIOPA, *A potential macroprudential approach to low interest rate environment in the Solvency II context*, EIOPA-BoS-15/202.

EIOPA, *Final Report on Consultation Paper no. 15/004 on the Call for Advice from the European Commission on the identification and calibration of infrastructure investment risk categories*, EIOPA-BoS-15-223.

EIOPA, *Financial Stability Report*, EIOPA-FSC-16-010/2016.

EIOPA, *Statistics*, 2015.

EIOPA, *Discussion paper on potential harmonisation of recovery and resolution frameworks for insurers*, EIOPA-CP-16/009.

EIOPA, *2016 Insurance stress test report*, EIOPA 16/302.

Eling M. & Pankoke D., *Systemic Risk and the Insurance Industry: Principal Linkages and Dependencies*, in Monkiewicz J. & Małecki M., *Macroprudential Supervision in Insurance*, Palgrave Macmillan, Hampshire, 2014.

Ernst & Young, *Solvency II, the QIS5 results and implications for the US*, 2011.

Ernst & Young, *Infrastructure investments*, 2015.

European Banking Federation, *Facts & Figures 2014*, dicembre 2014.

European Central Bank (ECB), *Potential impact of Solvency II on financial stability*, 2007.

European Central Bank (ECB), *Statistics*, 2015.

European Fund and Asset Management Association, *Asset Management in Europe - 8th Annual Review*, aprile 2015.

European Systemic Risk Board, *Report on systemic risks in the EU insurance sector*, dicembre 2015.

## F

Ferran E., *Principles of corporate finance law*, Oxford University Press, New York, 2008.

Financial Stability Board, *Developing effective resolution strategies and plans for systemically important insurers*, 6 giugno 2016.

Fingland J. A., *An introduction to the history of life insurance*, E. P. Dutton and Company, New York, 1912.

Forni S., *Assicurazione e impresa*, Giuffrè Editore, Milano, 2009.

Forni S., *Assicurazioni e impresa. Manuale professionale di diritto delle assicurazioni private*, Giuffrè Editore, Milano, 2009.

Fossati A., *Economia pubblica*, FrancoAngeli, Milano, 2000.

Friedman B. M., *The Greenspan era: discretion, rather than rules*, NBER Working Paper No. 12118, marzo 2006.

## G

Gallone A., *Le assicurazioni private*, Vol. II, Utet, Torino, 2006.

Gambaro A., *La bancassurance e le aspettative della clientela*, Diritto ed Economia dell'Assicurazione, 2, 2011.

Gatzert N. & Kosub T., *Insurer's investment in infrastructure: overview and treatment under Solvency II*, The Geneva Papers on Risk and Insurance, 39, 2014.

Gelos G. & Valcky N., *The insurance sector and systemic risk*, VOX EPR's Policy Portal, 27 luglio 2016.

Giampaolino C.F., *Le assicurazioni: l'impresa e i contratti*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2013.

Gibb D.E.W., *Lloyd's of London: a study of individualism*, Macmillan, London, 1957.

Gordon L., *Social insurance and public assistance: the influence of gender thought in the United States, 1890-1935*, The American Historical Review, 7, 1, febbraio 1992.

*Group of thirty report on reinsurance and the international financial markets*, The Geneva Association, febbraio 2006.

Guccione A.V., *Le assicurazioni*, in Storia della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa, Banca d'Italia, Marsilio Editori, Venezia, 2012.

## H

Harris R., *The Bubble Act: its passage and its effects on business organizations*, The Journal of Economic History, 54, 3, settembre 1994.

Hart O. H., *Life insurance companies and the equity capital markets*, The Journal of Finance, 20, 2, 1965.

Hendricks D., *Evaluation of Value-at-Risk models using historical data*, Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, 2(1), 1996.

Henebry K. L. & Diamond J. M., *Life insurance company investment portfolio composition and investment regulation*, Journal of Insurance Issues, 21, 2, 1998.

Hufeld F., *A regulatory framework for systemic risk in the insurance industry*, contenuto in Hufeld F., Kojien R. S. J. e Thimann C., *The economics, regulation, and systemic risk of insurance markets*, Oxford University, Oxford Scholarship Online, dicembre 2016.

## I

IAS 12, *Income taxes*, 1996.

*Il centenario delle Assicurazioni Generali 1831-1931*, Editrice La Compagnia – Istituto Geografico De Agostini, Trieste e Novara, 1931.

Impavido G. & Tower I., *How the financial crisis affects pensions and insurance and why the impacts matter*, International Monetary Fund, Working paper, 2009.

Insurance Europe & Oliver Wyman, *Funding the future*, 2013.

Insurance Europe, *European Insurance in Figures: 2014 data*, Statistics N. 51, 2015.

Insurance Europe, *Statistics*, 2016.

Insurance Europe, *Response to EIOPA consultation on potential harmonisation of recovery and resolution frameworks for insurers*, Position paper, ECO-17-018.

International Association of Insurance Supervisors (IAIS), *Insurance and financial stability*, novembre 2011.

International Association of Insurance Supervisors (IAIS), *Global systemically important insurers: initial assessment methodology*, luglio 2013.

International Association of Insurance Supervisors (IAIS), *Global systemically important insurers: policy measures*, luglio 2013.

International Association of Insurance Supervisors (IAIS), *Global systemically important insurers: updated assessment methodology*, luglio 2016.

International Association of Insurance Supervisors (IAIS), *Global systemically important insurers: initial assessment methodology*, luglio 2013.

International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report - Potent Policies for a Successful Normalization*, Washington, aprile 2016.

International Association of Insurance Supervisors (IAIS), *Global insurance market report (GIMAR) 2016*, 31 gennaio 2017.

Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni (IVASS), *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2015*, Roma, 2016.

## J

Jackson G., Höpner M. e Kurdelbusch A., *Corporate governance and employees in Germany: changing linkages, complementarities, and tensions*, RIETI Discussion Paper Series 04-E-008, gennaio 2004.

JP Morgan, *Infrastructure investing: key benefits and risks*, 2009.

## K

KPMG, *Study into the Methodologies to Assess the Overall Financial Position of an Insurance Undertaking from the Perspective of Prudential Supervision*, 2002.

## L

La Torre A., *I germi dell'assicurazione a premio nel diritto romano*, Assicurazioni, 1988.

La Torre A., *L'assicurazione nella storia delle idee*, Roma, 1995.

La Torre A., *Cinquant'anni col diritto: diritto delle assicurazioni*, Vol. II, Giuffrè Editore, Milano, 2008.

Legge 26 agosto 1950, n. 860, sulla tutela fisica ed economica delle lavoratrici madri.

Legge 4 aprile 1952, n. 218, in materia di riordinamento delle pensioni dell'assicurazione obbligatoria per la invalidità, la vecchiaia ed i superstiti.

Legge 30 aprile 1969, n. 153, in materia di revisione degli ordinamenti pensionistici e norme in materia di sicurezza sociale.

Legge 30 dicembre 1992, n. 503, recante norme per il riordinamento del sistema previdenziale dei lavoratori privati e pubblici.

Legge 8 agosto 1995, n. 335, sulla riforma del sistema pensionistico obbligatorio e complementare.

Legge 7 agosto 2012, n. 135 – concernente la Conversione, con modificazioni, del decreto-legge 6 luglio 2012, n. 95: Disposizioni urgenti per la revisione della spesa pubblica con invarianza dei servizi ai cittadini, nonché misure di rafforzamento patrimoniale delle imprese del settore bancario.

Levi M.A., *L'Italia nell'evo antico*, Padova, 1988.

Linsmeier T. J. & Pearson N. D., *Value at Risk*, Financial Analysts Journal, 56(2), 2000.

## M

Manganelli B., *La valutazione degli investimenti immobiliari*, FrancoAngeli, Milano, 2014.

Melchiorre R., *Crisi dello Stato, collasso economico, questione morale*, Armando Editore, Roma, 2011.

Miani S., *I prodotti assicurativi*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2010.

Milliam e JP Morgan, *Infrastructure investment for insurance companies under Solvency II*, settembre 2013.

Millo A., *Trieste, le assicurazioni, l'Europa*, FrancoAngeli, Milano, 2004.

Mottura P., *Tendenze a lungo termine dei sistemi finanziari*, in *Bancaria*, 2, 1995.

Müller H., *Report: Solvency of Insurance Undertakings*, Conference of Insurance Supervisory Authorities of the Member States of the European Union, 1997.

Musgrove P., *Health insurance: the influence of the Beveridge Report*, Bulletin of the World Health Organization, 78, 6, 2000.

## N

Nunè F., *Il contratto di prestito a cambio marittimo nel codice di commercio marittimo ottomano*, Oriente Moderno, 1, 1996.

Nwobodo I. C., *The determinants of portfolio selection by life insurance companies and the effects of monetary policy on their portfolios*, Iowa State University, 1975.

Nyholm K., *Insurance and banking interconnectedness in Europe: the opinion of equity markets*, Research Article, Economics Research International, 2012, 2012.

## P

Paci S., *Evoluzione della concorrenza e dei modelli gestionali delle imprese di assicurazioni*, Diritto ed economia dell'assicurazione, 1, 1992.

Pearson R., *The development of international insurance*, Routledge, London e New York, 2015.

Petersen A. - K., *QE Monitor. Dreaming a little taper dream*, Allianz Global Investors, 7 ottobre 2016.

Piattoli L., *Ricerche intorno all'assicurazione nel medioevo. Una scritta di sicurtà veneziana del 1395*, Assicurazioni, 1938.

Pilbeam K., *Finance and financial markets*, Palgrave Macmillan, Hampshire, 2010.

Plantin G., Thesmar D. e Tirole J., *Les enjeux économique du droit des faillites*, Conseil d'Analyse Economique, N. 7, giugno 2013.

Prima direttiva 79/267/CEE del Consiglio, del 5 marzo 1979, recante coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative riguardanti l'accesso all'attività dell'assicurazione diretta sulla vita ed il suo esercizio.

Prometeia, *European insurance market: the asset managers perspective*, 2016.

## Q

Quintieri B., *L'era della globalizzazione*, Università di Tor Vergata, Roma, 1998.

## R

Redaelli G., *Solvency II. Innovazione nella regolamentazione e riflessi per le imprese di assicurazione*, FrancoAngeli, Milano, 2006.

Regio Decreto-Legge 19 aprile 1939, n. 636 recante modificazioni delle disposizioni sulle assicurazioni obbligatorie per l'invalidità e la vecchiaia, per la tubercolosi e per la disoccupazione involontaria, e sostituzione dell'assicurazione per la maternità con l'assicurazione obbligatoria per la nuzialità e la natalità.

Regolamento CONSOB n. 11522 del 1° luglio 1998 di attuazione del Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari.

Regolamento delegato (UE) 2015/35 della Commissione, del 10 ottobre 2014, che integra la Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (Solvibilità II).

Regolamento di esecuzione (UE) 2015/460 della Commissione, del 19 marzo 2015, che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda la procedura relativa all'approvazione di un modello interno conformemente alla direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio.

Regolamento di esecuzione (UE) 498/2015 della Commissione, del 24 marzo 2015, che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda la procedura di approvazione, da parte dell'autorità di vigilanza, dell'uso di parametri specifici dell'impresa conformemente alla direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio.

Regolamento ISVAP 20/2008 recante disposizioni in materia di controlli interni, gestione dei rischi, *compliance* ed esternalizzazione delle attività delle imprese di assicurazione.

Regolamento ISVAP n. 38 del 3 giugno 2011 concernente la costituzione e l'amministrazione delle gestioni separate delle imprese che esercitano l'assicurazione sulla vita.

Rennie R. A., *Investment strategy for the life insurance company*, J. D. Cummins editor, Homewood, 1977.

Revell J. R. S., *Reviewed work: Investment policies of life insurance companies*. by L. D. Jones, The Economic Journal, 79, 315, 1969.

Roll R., *Investment diversification and bond maturity*, The Journal of Finance, 26, 1, 1971.

Rossetti M., *Il diritto delle assicurazioni*, Vol. III, CEDAM, Milano, 2013.

Rothschild M. & Stiglitz J., *Equilibrium in competitive insurance markets: an essay on the economics of imperfect information*, The Quarterly Journal of Economics, 90, 4, 1976.

## S

Schoenmaker D., *European insurance union and how to get there*, Bruegel, 4, dicembre 2016.

Selleri L., *Nuove tendenze evolutive nell'assicurazione: verso l'assifinanza*, Diritto ed economia dell'assicurazione, 1, 1999.

Silvestri A., *La pianificazione finanziaria nelle imprese di assicurazione*, FrancoAngeli, Milano, 2008.

Spina E. & Bikoula I. G., *Dal bail-out al bail-in. La BRRD e il quadro di prevenzione, gestione e risoluzione delle crisi nell'Unione Bancaria*, Ecra, Roma, 2015.

Stefani G., *L'assicurazione a Venezia dalle origini alla fine della Serenissima*, Assicurazioni Generali di Trieste e Venezia, Trieste, 1956.

Stiglitz J.E. & Weiss A., *Credit rationing in markets with imperfect information*, The American economic review, 71, 3, 1981.

## T

Thibeault A. & Wambeke M., *Regulatory impact on banks' and insurers' investments*, Vlerick Centre for Financial Services, Brussels, settembre 2014.

Tonelli E., *Lo scenario assicurativo italiano*, Diritto ed economia dell'assicurazione, 2-3, 1992.

*Tribunale di Busto Arsizio*, 6 novembre 2009, Banca Borsa Titoli di Credito, II, 2012.

*Tribunale Trani*, 11 marzo 2008, in Nuova giurisprudenza civile commentata, I, 2009.

## V

Valiante D., *Europe's Untapped Capital Market – Rethinking financial integration after crisis*, Centre for European Policies Studies, 2016.

Valiante D., *Harmonising insolvency laws in the Euro Area: rationale, stock-taking and challenges. What role for the Eurogroup?*, studio per il Parlamento europeo, luglio 2016.

Vèron N. & Wolff G. B., *Capital markets union: a vision for the long term*, Bruegel, 5, aprile 2015.

Veronese L., *Perché Lehman è stata lasciata fallire e Aig è stata salvata*, Il Sole 24Ore, 19 settembre 2008.

Volterra E., *Istituzioni di diritto privato romano*, La Sapienza Editrice, Roma, 1972.



## W

Watson D. & Head A., *Corporate finance: principles and practice*, Pearson Education, London, 2010.

## Z

Zanobio M., *I modelli di capitalismo*, Vita e pensiero, 1304, 2015.

\*\*\*